
temas de coyuntura

La economía brasileña
ante el Plan Real y su crisis

Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno



NACIONES UNIDAS



División de Estadística y Proyecciones Económicas

Santiago de Chile, julio de 1999

Este documento fue preparado con la colaboración de Carlos Mussi, de la Oficina de CEPAL en Brasilia, y de Sandra Manuelito y Alejandro Vargas, del Centro de Proyecciones Económicas de la División de Estadística y Proyecciones Económicas de la CEPAL. Los autores agradecen los valiosos comentarios de José Antonio Ocampo, Renato Baumann y Ricardo Bielschowsky.

Las opiniones expresadas en este trabajo, que no ha sido sometido a revisión editorial, son de la exclusiva responsabilidad de los autores y pueden no coincidir con las de la CEPAL.

Publicación de las Naciones Unidas

LC/L.1232-P

ISBN: 92-1-321498-7

Copyright © Naciones Unidas, julio de 1999. Todos los derechos reservados

Número de venta: S.99.II.G.13

Impreso en Naciones Unidas, Santiago de Chile

La autorización para reproducir total o parcialmente esta obra debe solicitarse al Secretario de la Junta de Publicaciones, Sede de las Naciones Unidas, Nueva York, N.Y. 10017, EE.UU. Los Estados miembros y sus instituciones gubernamentales pueden reproducir esta obra sin autorización previa. Sólo se les solicita que mencionen la fuente e informen a las Naciones Unidas de tal reproducción.

Índice

Resumen	7
1. Introducción general	9
2. El lanzamiento del Plan Real y la disminución de la inflación	11
3. El sistema financiero	19
a) Remonetización y expansión del crédito	19
b) Reestructuración del sistema bancario.....	24
4. Las finanzas públicas	33
5. El sector externo	39
a) Evolución de los saldos externos	39
b) Apertura comercial y estructura del comercio.....	44
6. Reactivación y transformación de la estructura productiva	51
a) Los factores de la reactivación.....	52
b) Las tendencias de la inversión	54
c) Evolución sectorial.....	59
7. La dinámica de la crisis y los debates en torno a ella	67
8. Perspectivas	73
9. Conclusiones	77
Bibliografía	81
Números anteriores de esta serie	85

Índice de cuadros

Cuadro 1:	Indicadores económicos seleccionados, 1991-1998	12
Cuadro 2:	Distribución sectorial del crédito del sistema financiero, saldos a fines de período	23
Cuadro 3:	Crédito total y efectivo distribuido por distintos grupos de bancos, octubre de 1998.....	28
Cuadro 4:	Indicadores seleccionados de los distintos grupos de bancos del sistema financiero	29
Cuadro 5:	Sistema financiero consolidado: activos y pasivos en moneda extranjera, noviembre de 1998.....	31
Cuadro 6:	Principales ingresos tributarios, 1994-1998	34
Cuadro 7:	Proporción de insumos importados sobre los insumos totales en el consumo intermedio de la industria manufacturera, 1993 y 1995	47
Cuadro 8:	Formación bruta de capital fijo: maquinaria y equipos, por origen nacional e importado, 1990 y 1997.....	47
Cuadro 9:	Origen de las importaciones brasileñas por tipo de producto, 1990 y 1997	48
Cuadro 10:	Destino de las exportaciones brasileñas por tipo de producto, 1990 y 1997	49
Cuadro 11:	Participación de los componentes de la oferta y demanda globales en su crecimiento en los períodos 1983-1986 y 1993-1996	52
Cuadro 12:	Componentes de la formación bruta de capital fijo a precios corrientes, 1990-1997	55
Cuadro 13:	Formación bruta de capital fijo, total y subsectores seleccionados a precios constantes de 1980	56
Cuadro 14:	Formación bruta de capital fijo en sectores de infraestructura a precios constantes de 1980	58
Cuadro 15:	Evolución del valor agregado, el empleo y la productividad en sectores industriales, 1990-1997.....	65

Índice de gráficos

Gráfico 1:	Tasa mensual de variación del índice nacional de precios al consumidor.....	13
Gráfico 2:	Evolución de los precios de los bienes en relación a los precios de los servicios	14
Gráfico 3:	Evolución de los precios de bienes escogidos en relación al Índice Nacional de Precios al Consumidor general	14
Gráfico 4:	Evolución de los precios de servicios escogidos en relación al Índice Nacional de Precios al Consumidor general	15
Gráfico 5:	Tasas de inflación, de devaluación y de interés entre el tercer trimestre de 1994 y el cuarto trimestre de 1998	16
Gráfico 6:	Evolución de los componentes de M4 en valores constantes	20
Gráfico 7:	Evolución de los componentes del crédito total	21
Gráfico 8:	Evolución del crédito efectivo del sistema financiero	22
Gráfico 9:	Cartera efectiva vencida del sistema financiero como porcentaje de la cartera efectiva total.....	25
Gráfico 10:	Evolución a valores constantes de los principales rubros del gasto del Tesoro Nacional.....	35

Gráfico 11:	Brasil: Resultado primario, pago de intereses y resultado operacional del sector público no financiero	36
Gráfico 12:	Evolución de la deuda interna neta del sector público	36
Gráfico 13:	Evolución de las exportaciones e importaciones trimestrales de bienes	40
Gráfico 14:	Saldo de los servicios financieros y de la cuenta corriente como porcentaje de las exportaciones de bienes	42
Gráfico 15:	Evolución de las exportaciones e importaciones de bienes a precios constantes, y de la relación de precios del intercambio	43
Gráfico 16:	Margen sobre los títulos públicos “C-Bond”, promedios mensuales y valores máximos alcanzados en crisis	44
Gráfico 17:	Evolución del producto interno bruto, las exportaciones y las importaciones.....	45
Gráfico 18:	Composición de las importaciones brasileñas por tipo de producto	46
Gráfico 19:	Brasil: Evolución del ahorro nacional y del ahorro externo como porcentajes del ingreso nacional disponible a precios corrientes.....	53
Gráfico 20:	Evolución del Producto Interno Bruto por grandes sectores de actividad económica	59
Gráfico 21:	Composición por actividades del valor agregado del sector servicios, a valores corrientes.....	61
Gráfico 22:	Evolución de la producción de distintos rubros industriales	62
Gráfico 23:	Variación anual promedio del valor agregado y la productividad por sector industrial	64
Gráfico 24:	Evolución de la deuda externa bruta	69
Gráfico 25:	Evolución de las reservas internacionales y de la tasa de interés interna	71

Resumen

El Plan Real, identificado en ocasiones sólo como un plan de estabilización, fue diseñado como un programa de cambios profundos de la economía y la sociedad brasileñas. En este trabajo se describe la evolución económica del Brasil durante el quinquenio 1994-1998 en áreas clave del Plan: inflación y precios relativos, sector financiero, sector fiscal, sector externo y transformación productiva.

Es posible percibir, en esa evolución, rasgos comunes con otras experiencias de estabilización de precios y reformas institucionales en la región, en las que se recurrió al control del tipo de cambio y a una mayor apertura externa para controlar la inflación. Estos rasgos se refieren a la valorización real de la moneda nacional, a una variación de precios relativos adversa a los bienes y favorable a los servicios, a la fuerte entrada de capitales externos, así como al rápido crecimiento de las importaciones, del crédito interno y del consumo privado; también se produjo durante los primeros años una recuperación de la inversión, orientada principalmente a la modernización de las empresas. Entre los rasgos distintivos del Plan Real, destaca el que la reestructuración del sistema bancario —que supuso un significativo costo fiscal— se acometiera en las primeras etapas del proceso de reforma, y no como en muchos otros casos con motivo de una crisis de balanza de pagos.

El período 1994-1995 resultó extraordinariamente exitoso. Se aceleró el crecimiento económico, mejoraron las condiciones de vida de vastos grupos de la población, se redujo significativamente el porcentaje de población en situación de pobreza, las cuentas fiscales mostraban, hasta mediados de 1995, superávit primario y déficits operativos reducidos. La situación de balanza de pagos era sólida, aumentaban las reservas, se resistió con éxito los efectos de la crisis mexicana y, sobre todo, se había controlado una de las inflaciones más altas del mundo sin pasar por un período recesivo. Es a partir de 1996 que comenzaron a aparecer síntomas de dificultades y donde adquirió creciente intensidad el debate en torno a la política económica. Dos focos de controversia destacaban sobre el resto: la mantención del tipo de cambio y la estabilidad de precios en presencia de déficits crecientes de balanza de pagos y del sector público, por una parte, y la marcha de la transformación productiva, por la otra

Una mirada retrospectiva permite hoy afirmar que parece haberse subestimado la creciente vulnerabilidad externa que enfrentan los países en desarrollo en el actual contexto internacional, y sobrestimado los efectos que las reformas y los mecanismos de mercado producirían en términos de transformación productiva y crecimiento, y que no se ha otorgado suficiente importancia al crecimiento simultáneo de los déficit fiscal y de balanza de pagos. La mantención de la política económica y la acentuación del uso de la política monetaria terminaron por frenar los cambios de fondo de la economía real, acentuando los desequilibrios externo y fiscal, impidiendo que a pesar de contar con los recursos de las privatizaciones se lograra reducir la deuda pública, y desembocaron en el estancamiento económico y en mayor desempleo abierto. La situación terminó de complicarse cuando, ya asentadas las dudas sobre la marcha macroeconómica y productiva del proceso, se produjo la crisis rusa y se hizo evidente que las elevadas tasas de interés eran insuficientes para frenar el ataque al tipo de cambio.

1. Introducción general

La evolución económica de Brasil en los años noventa y muy particularmente a partir de la aplicación del Plan Real se encuadra en el proceso de reformas macroeconómicas e institucionales latinoamericanas.¹ Se incorpora tardíamente a este proceso pero comparte con él la apertura comercial y financiera externa, privilegia el objetivo de estabilidad de precios, e incorpora en los últimos años políticas activas de privatización. También comparte una secuencia de acontecimientos macroeconómicos que han caracterizado a muchas experiencias regionales: el abatimiento de la inflación, el mantenimiento de elevadas tasas de interés, el ingreso abundante de financiamiento externo con un componente importante de corto plazo, la valorización de la moneda nacional, una rápida expansión de las importaciones, un creciente déficit comercial y de balanza de pagos y una apreciable vulnerabilidad al contexto económico internacional. La derrota de una inflación de cuatro dígitos trajo, también aquí, un apreciable respaldo político que reforzó la estabilidad de precios como objetivo prioritario en detrimento de una política cambiaria que persiguiera un equilibrio de la balanza de pagos y un sistema de precios algo menos desfavorable para los productores internos. Como en otros casos, aunque con una dinámica y combinación propia de factores, este proceso desembocó en una crisis de balanza de pagos, en un ataque con componentes especulativos a la moneda nacional y finalmente en una devaluación.

¹ Véase Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno, “En busca de otra modalidad de desarrollo”, *Revista de la CEPAL* N° 48, Santiago, Chile, diciembre de 1992.

No obstante, el caso brasileño presenta particularidades significativas. Cabe, en primer lugar, recordar que se trata de una economía de magnitud continental, con una estructura de oferta sumamente diversificada, con una apertura comercial significativamente menor que la del resto de los países latinoamericanos, con una historia de ajustes de balanza de pago que se hicieron más con incrementos y reducciones de las exportaciones que de las importaciones, y con heterogeneidades regionales y sociales que destacan por sobre las de la mayoría de los países latinoamericanos. El calendario de las políticas también presenta la particularidad de que la reestructuración del sistema bancario se acometió en las primeras etapas del proceso de reforma. A la vez, como se explicará más adelante, los efectos de la devaluación sobre la banca privada parecen ser substancialmente menores en el caso brasileño que en el caso de otros países latinoamericanos que pasaron por esta situación. Además, los costos en este caso se concentraron sobre el sector público, para quien fueron particularmente intensos. Una tercera característica que diferencia el caso brasileño es que, al menos hasta 1996, el efecto social del plan de estabilización fue sumamente positivo especialmente en términos de reducción de la pobreza. Una cuarta diferencia radica en que la política fiscal de los años noventa, incluyendo la posterior al Plan Real, aumentó las transferencias al sector pasivo (principalmente jubilaciones y pensiones) en porcentajes apreciables. Una quinta es la magnitud relativa de la deuda pública interna en relación a la externa, lo que se originó en un intenso financiamiento interno de la reestructuración bancaria y de los déficits operativos federales y estaduais.²

La devaluación de enero de 1999 constituye un punto de quiebre de aspectos importantes de la política macroeconómica, por lo que parece oportuno hacer una evaluación para el quinquenio 1994-1998, durante el cual se aplicó el Plan Real.

El Plan Real, identificado en ocasiones sólo como un plan de estabilización, fue diseñado como un programa de cambios profundos de la economía y la sociedad brasileñas. En este trabajo se procura describir la evolución de la economía brasileña durante el quinquenio en áreas clave del plan: inflación y precios relativos, sector financiero, sector fiscal, sector externo y transformación productiva. El relato pretende hacer un seguimiento de la dinámica del proceso y de la interrelación entre esas áreas, y evaluar logros y dificultades, dando cuenta de aspectos centrales del debate que se desencadenó en torno al Plan. Valora además la medida en que resultaron ciertos los supuestos sobre los que se fundamentó la política, e intenta dilucidar los factores que llevaron a la devaluación, poniendo énfasis en las dificultades fiscales, financieras y externas que enfrentó el Plan. Por último, se analizan las perspectivas que, después de la devaluación, se abren a la economía brasileña.

² Se utilizará el término portugués “estadual” cuando se haga referencia a los Estados que componen la República Federativa del Brasil, en vez de “estatal”, más castizo pero también menos preciso, ya que incluye al Gobierno Federal.

2. El lanzamiento del Plan Real y la disminución de la inflación

La economía del Brasil experimentó, durante los años noventa, cambios profundos en su funcionamiento. Los sucesivos gobiernos abordaron reformas estructurales, a la vez que ponían en práctica programas antiinflacionarios: el “Plan Collor” de marzo de 1990; luego el Plan Real, progresivamente puesto en marcha entre junio de 1993 y julio de 1994. La apertura comercial, las privatizaciones, la fuerte disminución de la inflación a partir del segundo semestre de 1994, así como las políticas cambiaria y monetaria que acompañaron ese proceso, estructuraron un nuevo marco para la actividad económica. El cuadro 1 permite una primera visión general de la situación en la que tuvo lugar el Plan Real y de algunos de los cambios que éste introdujo.

Los tres primeros años de la década mostraron una contracción acumulada del producto por habitante de un 10%, junto a la persistencia de una inflación muy elevada. En 1993 se produjo una recuperación del nivel de actividad, pero siempre con un elevado ritmo inflacionario (véase el cuadro 1).

El control de la inflación pasó a ser la tarea prioritaria del gobierno, quien la abordó asociándola en lo fundamental a la necesidad de un ajuste del sector público.³

Cuadro1
INDICADORES ECONÓMICOS SELECCIONADOS, 1991-1998

		1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Producto Interno Bruto	<i>% de variación</i>	1.0	-0.3	4.5	6.2	4.2	2.9	3.0	0.2
Tasa de inversión (a precios corrientes)	<i>% del PIB</i>	19.6	19.4	20.9	22.2	22.3	20.7	20.7	...
Desempleo	<i>% de P.A.</i>	4.8	5.8	5.4	5.1	4.6	5.4	5.7	7.8
Remuneraciones reales de los ocupados	<i>Indices, 7/94=100</i>	100.4	106.7	118.0	126.7	129.3	127.7
Índice de precios al consumidor	<i>% de variación</i>	475.0	1149.0	2489.0	929.0	22.0	9.1	4.3	2.6
Saldo comercial	<i>millones de u\$s</i>	10579	15239	13307	10466	-3466	-5554	-8364	-6429
Saldo en cuenta corriente	<i>millones de u\$s</i>	-1407	6144	-592	-1689	-17972	-23137	-33437	-34936
Reservas internacionales	<i>millones de u\$s</i>	9406	23754	32211	38806	51840	60110	52173	44600
Saldo fiscal operativo (SPNF)	<i>% del PIB</i>	1.4	-2.2	0.2	1.3	-4.9	-3.8	-4.3	-7.8

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

A mediados de 1993 se puso en marcha la primera etapa del “Plan Real”, el llamado Programa de Acción Inmediata, cuyo objeto era “el establecimiento del equilibrio de las cuentas del Gobierno, con el objeto de eliminar la principal causa de la inflación brasileña”.⁴ La segunda etapa consistió en la creación de un patrón de valor (la URV), cuyo valor en cruzeiros reales era fijado diariamente por el Banco Central, de manera de mantenerlo alineado con la cotización del dólar. Progresivamente, los salarios, contratos, precios y tarifas fueron fijándose en URV. Finalmente, a partir del 1° de julio de 1994, la URV fue instituida como moneda, tomando el nombre de Real. Todos los contratos y saldos monetarios aún denominados en cruzeiros reales se convirtieron en reales según la paridad de ese día (2750 cruzeiros reales = 1 real) y se canjeó a esa tasa la vieja moneda por la nueva. También se dispuso que la moneda circulante estaría respaldada por reservas internacionales, y se establecieron fuertes limitaciones a la posibilidad de indizar precios y contratos según la inflación pasada. La paridad cambiaria se fijaba en principio en 1 real por dólar, pero se evitaba congelar por ley el tipo de cambio (“lo que traería evidentes perjuicios al ejercicio soberano de la política cambiaria”), y se dejaba en manos del Ministerio de Hacienda los criterios para la futura evolución del real.⁵ En la práctica, se permitió que el real se valorizara desde un principio respecto del dólar, por lo que la paridad de “uno a uno” no tuvo vigencia efectiva.

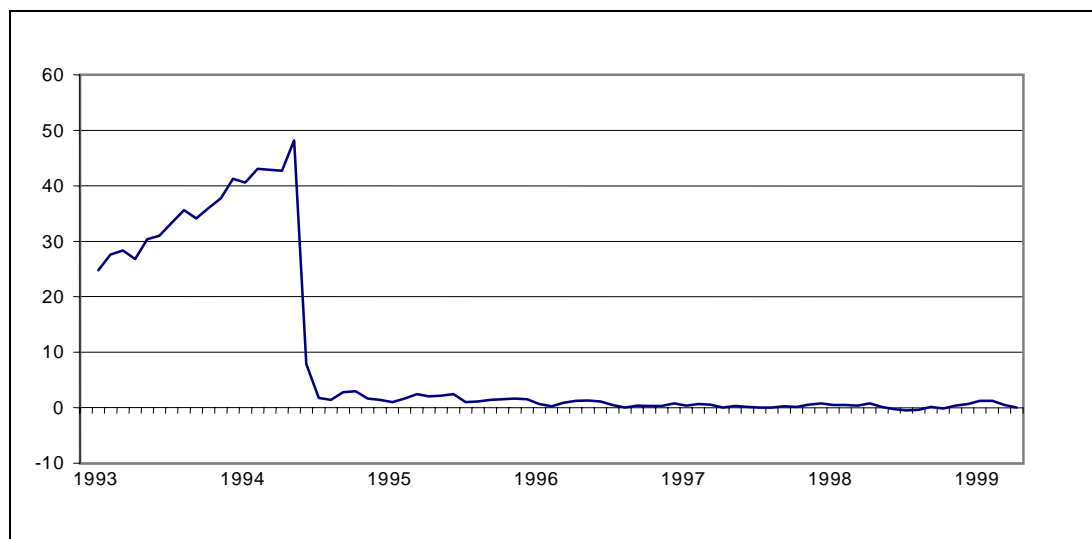
³ “Hoy los datos muestran que, en 1993, a pesar de la inflación, ya teníamos un comienzo de reorganización del sector privado. Se había recuperado el crecimiento (...) Cuando fui nombrado Ministro de Hacienda, (...) dije más o menos lo siguiente: ‘Brasil está en una situación en que las empresas están líquidas, consiguieron recuperarse. El problema es el Estado, es fiscal.’ Agregué que teníamos tres problemas por resolver: ‘el primer problema es la inflación, el segundo es la inflación y el tercero es la inflación’”. *O presidente segundo o sociólogo, Entrevista de Fernando Henrique Cardoso a Roberto Pompeu de Toledo*, Companhia das Letras, São Paulo, mayo de 1998, pág. 65.

⁴ Dicho programa consistía en “un conjunto de medidas orientadas a la reducción y mayor eficiencia de los gastos de la Unión durante el ejercicio 1993: la recuperación de los ingresos tributarios federales, la reestructuración de la deuda de los Estados y Municipios con la Unión, un mayor control de los bancos estatales, el inicio del saneamiento de los bancos federales y el perfeccionamiento del programa de privatizaciones”. Véase el Mensaje Interministerial N° 205 dirigido al Presidente de la República el 30 de junio de 1994.

⁵ Véase la Medida Provisoria del 30 de junio de 1994, párrafo 39.

Estas medidas lograron una reducción abrupta de la inflación. De un ritmo de inflación mensual promedio de 43,1% durante el primer semestre de 1994, se pasó a uno de 3,1% en el segundo semestre, y a 1,7% en 1995; la desaceleración prosiguió persistentemente hasta principios de 1999 (gráfico 1).

Gráfico 1
TASA MENSUAL DE VARIACIÓN DEL ÍNDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(porcentajes)



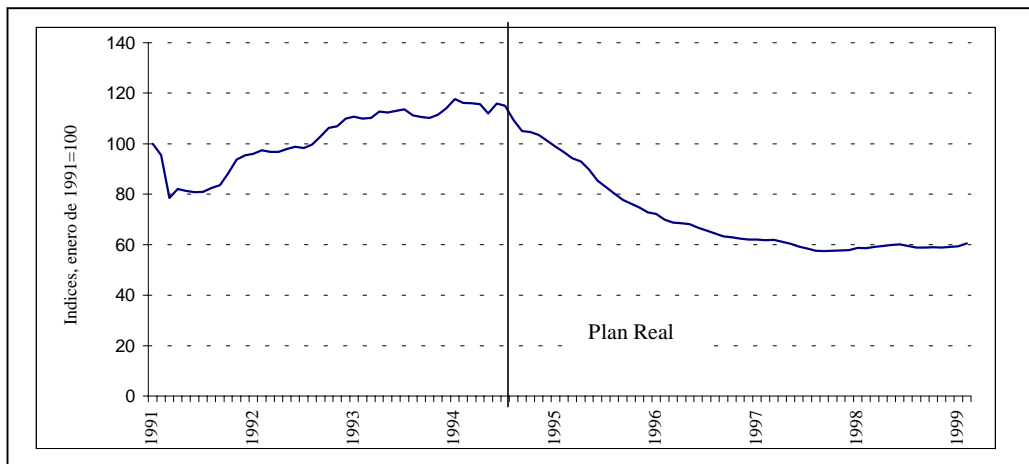
Fuente: IBGE.

Junto a la rápida disminución de la inflación se produjo una sensible modificación de los precios relativos. Una visión general de los años noventa muestra cómo el lanzamiento del Plan Real quiebra una tendencia favorable a los precios de los bienes en relación a los de los servicios, que se mantenía desde mediados de 1991, es decir, desde la crisis del Plan Collor II y la devaluación en términos reales que le siguió (gráfico 2).

Examinando más detalladamente lo acontecido durante los meses que precedieron y siguieron al Plan Real, se constata una tendencia generalizada a la baja de los precios de distintos grupos de bienes, en relación al índice general de precios al consumidor (gráfico 3). Esta reducción se manifiesta inmediatamente para numerosos bienes de consumo corriente (artículos de limpieza, muebles y utensilios del hogar, combustibles, productos farmacéuticos y de tocador, tabaco, etc., que en conjunto representan 19,4% del INPC). Sin embargo, en los rubros de alimentación en domicilio (24,5% del INPC), vestuario (8,8%) y bienes durables (aparatos eléctricos y automóviles, que suman 6,4% según la ponderación del INPC), esa disminución se hace notoria principalmente a partir de 1995, lo que puede explicarse por el momento en que se produjo el incremento de la demanda de consumo interno y por cierta demora en la penetración de artículos importados.

Gráfico 2

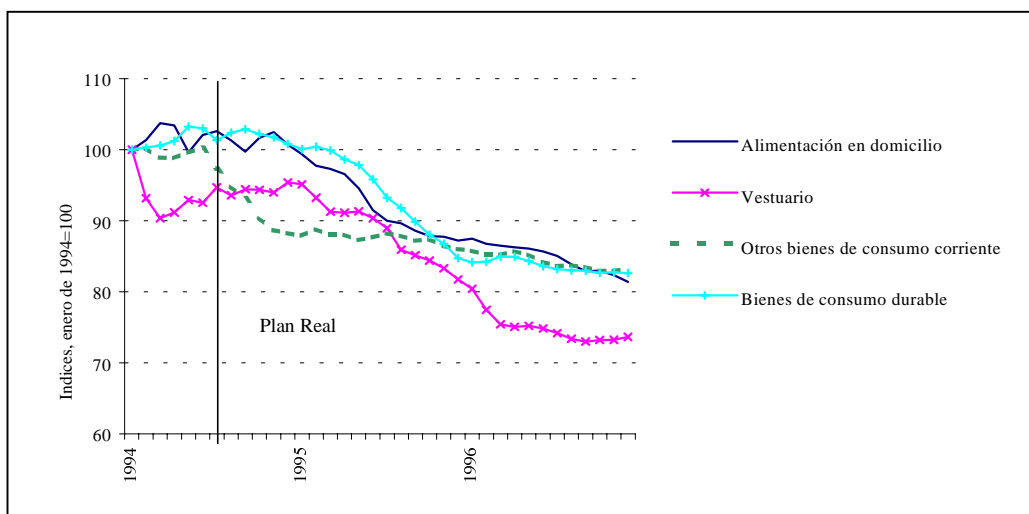
EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE LOS BIENES EN RELACIÓN A LOS PRECIOS DE LOS SERVICIOS, ENERO DE 1991-FEBRERO DE 1999^{a/}



Nota: a/ Se trata de la relación de un índice de precios de bienes y de uno de servicios construidos sobre la base de las tasas de crecimiento mensuales de los distintos componentes del Índice Nacional de Precios al Consumidor medidas por el IBGE, utilizando su ponderación actual.

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE BIENES ESCOGIDOS EN RELACIÓN AL ÍNDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR GENERAL (ENERO DE 1994- DICIEMBRE DE 1996)

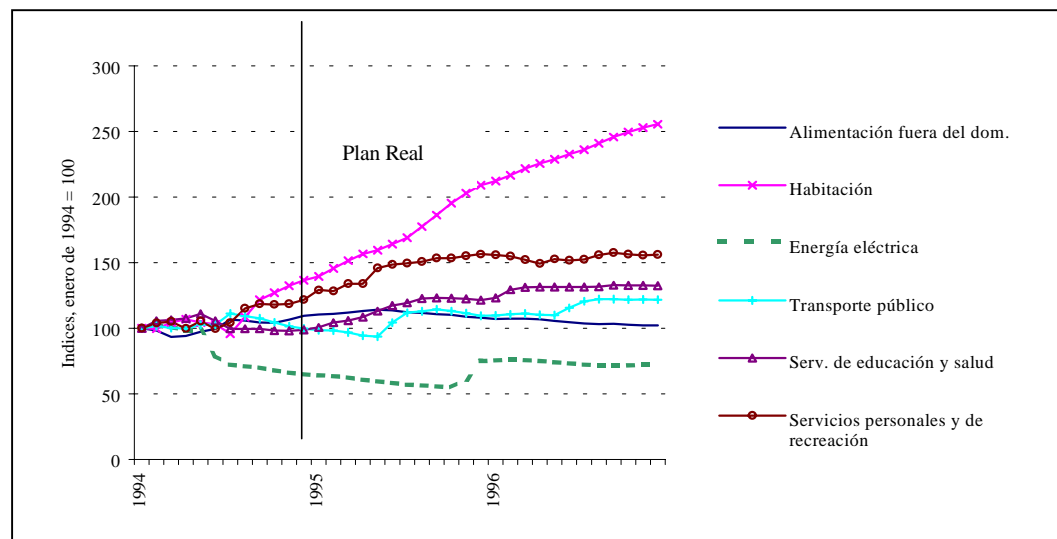


Fuente: Elaborado sobre la base de series del IBGE.

Por su parte, los precios de casi todos los servicios crecen, desde el inicio del Plan Real, más rápidamente que el índice general de precios al consumidor (gráfico 4). Destaca la fuerte progresión de los gastos de habitación (15,5% en la composición del INPC), consistentes básicamente en el alquiler de vivienda, y los servicios personales y de recreación. Por debajo de la tasa del INPC se sitúa la progresión de los precios de la energía eléctrica, provista en ese entonces por empresas públicas, rubro de escaso peso en el índice general (1,9%).

Gráfico 4

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE SERVICIOS ESCOGIDOS EN RELACIÓN AL ÍNDICE NACIONAL DE PRECIOS AL CONSUMIDOR GENERAL (ENERO DE 1994-DICIEMBRE DE 1996)

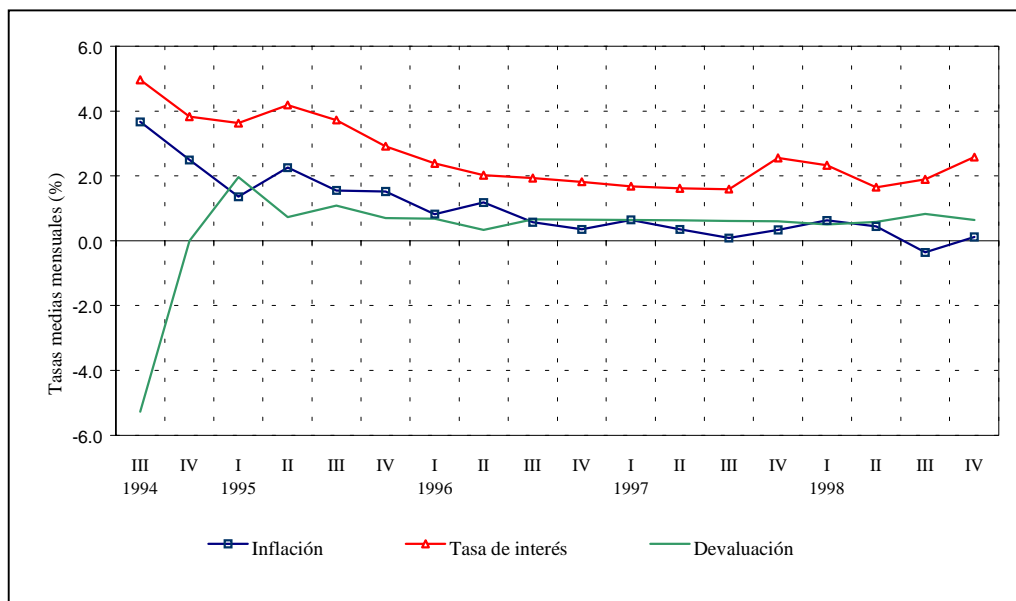


Fuente: Elaborado sobre la base de series del IBGE.

Así, los logros en la rápida reducción de la inflación se debieron principalmente al comportamiento de los precios de los bienes, y accesoriamente de algunos servicios prestados o regulados por el Estado, como la energía eléctrica y el transporte público, que fueron los primeros en mostrar una estabilización o disminución en términos nominales. Tal contribución parece haber sido crucial para romper el proceso inflacionario, ya que los precios de la mayor parte de los servicios mostraron una inercia mucho mayor.

Esta relación entre los precios de los bienes y de los servicios da una indicación de los precios relativos entre sectores transables (principalmente bienes) y no transables (principalmente servicios); desde esa perspectiva, el cambio de los precios relativos obedecería a la apreciación de la moneda brasileña posterior al Plan Real, y al proceso de apertura económica. En efecto, la moneda local se apreció nominalmente durante el segundo semestre de 1994. Posteriormente tomó un ritmo de devaluación mensual que hasta fines de 1996 fue menor a la tasa de inflación (medida por los precios al consumidor), salvo durante el primer trimestre de 1995, en ocasión de la crisis mexicana. Con posterioridad, el gobierno adoptó como política mantener un ritmo de devaluación ligeramente superior a la inflación, de manera de absorber paulatinamente el “atraso cambiario” generado en los primeros años del Plan Real (gráfico 5). Esta política no logró revertir la estructura de precios relativos entre bienes y servicios, que se estabiliza a partir de 1997 (gráfico 2).

Gráfico 5
TASAS DE INFLACIÓN, DE DEVALUACIÓN Y DE INTERÉS ^{a/}
ENTRE EL TERCER TRIMESTRE DE 1994 Y EL CUARTO TRIMESTRE DE 1998
(promedios mensuales)



Nota: a/ La tasa de inflación corresponde a la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor calculado por IBGE; la devaluación mide la evolución de la cotización del dólar de EEUU; y la tasa de interés corresponde a la tasa Selic (overnight).

Fuente: Sobre la base del *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números.

La apreciación real de la moneda brasileña se apoyó en una entrada sustancial de capitales. Ya en 1992 y 1993 el país había vuelto a recibir capitales, en distintas modalidades (inversión externa directa, endeudamiento de los bancos, colocación de títulos en el exterior y flujos de corto plazo), que le permitieron recomponer sus niveles de reservas. Tales flujos prosiguieron en 1994, año en que Brasil concretó (en vísperas de la tercera etapa del Plan Real) la reestructuración de su deuda externa dentro de los esquemas del “Plan Brady”. Pero entre 1995 y el tercer trimestre de 1997, los flujos adquieren una magnitud que permite financiar el creciente desequilibrio en cuenta corriente y, al mismo tiempo, incrementar las reservas. En esta evolución tuvieron importancia la inversión extranjera directa, impulsada por el programa de privatizaciones y por la compra de empresas privadas por parte de compañías extranjeras, la colocación de deuda pública externa y también flujos financieros del sector privado, bancario y no bancario; en este último rubro incidieron los elevados rendimientos que tuvieron las colocaciones financieras en reales.

La acumulación de reservas fue rápida en 1995, y se mantuvo hasta que la crisis asiática se hiciera sentir, el último trimestre de 1997. Para evitar la continuada expansión de la base monetaria (que ya había crecido fuertemente en el segundo semestre de 1994), el Banco Central colocó deuda pública interna (tanto títulos propios como del Tesoro Nacional). Esto coadyuvó a incrementar el saldo de la deuda pública federal ⁶ y a mantener tasas de interés internas elevadas. Como puede verse en el gráfico 5, tasas de interés internas substancialmente más elevadas que la

⁶ Esta incluye de bonos y letras emitidos por el Tesoro Nacional y de bonos y letras emitidos por el Banco Central. Entre junio de 1995 y diciembre de 1996, el saldo de estos títulos, excluyendo los que estaban en tenencia del Banco Central, pasaron de 70 mil millones de reales a casi 180 mil millones (de 10% a 23% del PIB).

tasa de inflación y que el ritmo de devaluación del real fueron una constante de todo el período. También puede apreciarse que las tasas fueron incrementadas en varias ocasiones, como respuesta a cambios en la situación externa: en abril de 1995, en el marco de la crisis mexicana y como una forma de contener un aparente sobrecalentamiento económico y un incipiente déficit comercial; en ocasión de la crisis asiática, y luego de la crisis rusa, como forma de frenar la caída de las reservas.

Es de notar que se produjo en Brasil una combinación de tasas de interés elevadas, entrada de capitales, apreciación real de la moneda local e incremento de la deuda pública que ya se había visto en otras experiencias latinoamericanas de control de la inflación. Cabe destacar que en el caso de Brasil, el endeudamiento público, a diferencia de otros casos, fue en lo fundamental interno. La apreciación de la moneda, al abaratar las importaciones, y las tasas reales de interés elevadas, en la medida en que reducen la demanda interna, son factores que favorecen la disminución de la inflación. Sin embargo, de persistir por varios años, tienden a generar desequilibrios en las cuentas externas y en las fiscales, además de incidir en el desempeño de los sectores financiero y productivo. Las secciones que siguen abordan las evoluciones que, en el mediano plazo, tuvieron lugar en las áreas mencionadas.

3. El sistema financiero

a) Remonetización y expansión del crédito

El Plan Real modificó radicalmente el marco de la actividad del sistema financiero brasileño. Por una parte, la disminución de la inflación dio lugar a un proceso de remonetización y expansión de los créditos, de manera similar a lo ocurrido en otros países de la región. En el segundo semestre de 1994, la base monetaria creció muy rápidamente, pasando de 0.7% del PIB en junio de 1994 a 3.4% del PIB en diciembre, nivel que no superaría hasta fines de 1997. En el mismo período crecieron, en valores constantes⁷, un 155% los medios de pago (M1), un 27% los depósitos de ahorro y 16% los “títulos privados” (depósitos a plazo, etc.). Tras un primer momento durante el cual la remonetización corrió por cuenta de los agregados monetarios recién mencionados, a partir de mediados de 1995 ésta prosiguió debido principalmente a la expansión de los saldos de títulos de deuda pública en manos de particulares.

Si se considera el agregado monetario más amplio definido por el Banco Central de Brasil (M4)⁸, se comprueba que a fines de 1998, su saldo casi duplicaba en términos reales al de fines de junio de 1994 (gráfico 6).

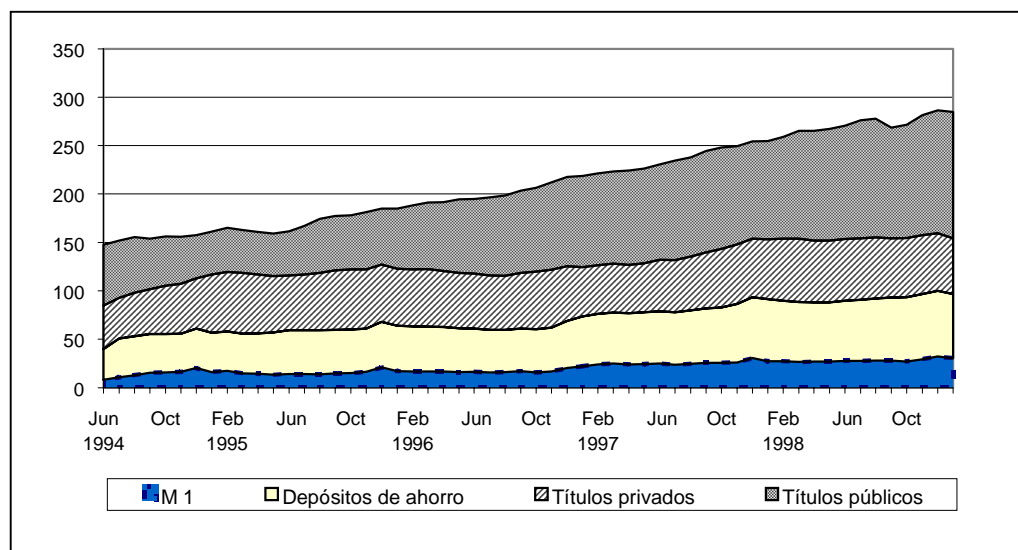
⁷ El deflactor para calcular los valores constantes es el índice nacional de precios al consumidor (INPC).

⁸ Componen ese agregado: el papel moneda en poder del público y los depósitos a la vista (M1), los fondos de inversión financiera, los depósitos especiales remunerados, los títulos federales y estatales en poder del público, los depósitos de ahorro y los títulos privados, que incluyen depósitos a plazo, y letras de cambio e hipotecarias en manos del sector no financiero. Los valores constantes fueron obtenidos deflactando los saldos con el índice nacional de precios al consumidor (INPC).

Como porcentaje del PIB, entre julio de 1994 y julio de 1998, M4 pasó de 31,0% a 47,4%; en el mismo lapso, los títulos públicos en manos del público pasaban de 6,6% a 20,3% del PIB.⁹

Gráfico 6
EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DE M4 EN VALORES CONSTANTES,
JUNIO DE 1994-ENERO DE 1999

(miles de millones de reales de junio de 1994)^{a/}



Fuente: Sobre la base de cifras del *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números.

Nota: a/ Saldos a fines de mes deflactados por el Índice Nacional de Precios al Consumidor

Consistentemente con la remonetización de la economía, los saldos de los créditos concedidos por el sistema financiero crecieron significativamente, aunque al respecto es preciso distinguir los componentes de esa expansión. De acuerdo a las normas contables, los créditos se clasifican en créditos normales, con atrasos, o en liquidación.¹⁰ Los créditos en estado normal se contabilizan a su valor actual, pero los créditos “en liquidación” incluyen multas e intereses punitivos, que se fijan normalmente en base a a tasas muy superiores a las tasas contractuales originales. Estos cargos devengados se contabilizan como “rentas por cobrar”, y pueden inflar considerablemente los saldos totales, y en particular los correspondientes a la cartera vencida. Es lo que ha ocurrido a partir de 1997, con el crédito expandiéndose sobre la base del devengamiento de “rentas por cobrar”. También aparecen bruscas caídas, que se producen cuando carteras “en liquidación” (infladas por las citadas rentas) son pasadas a pérdidas, sin que ello signifique un impacto patrimonial efectivo equivalente. Así, en septiembre de 1998, 218 mil millones de reales de créditos en liquidación fueron dados de baja por su incobrabilidad, especialmente en carteras de bancos estatales como el Banco del Estado de São Paulo: en septiembre de 1998, 218 mil

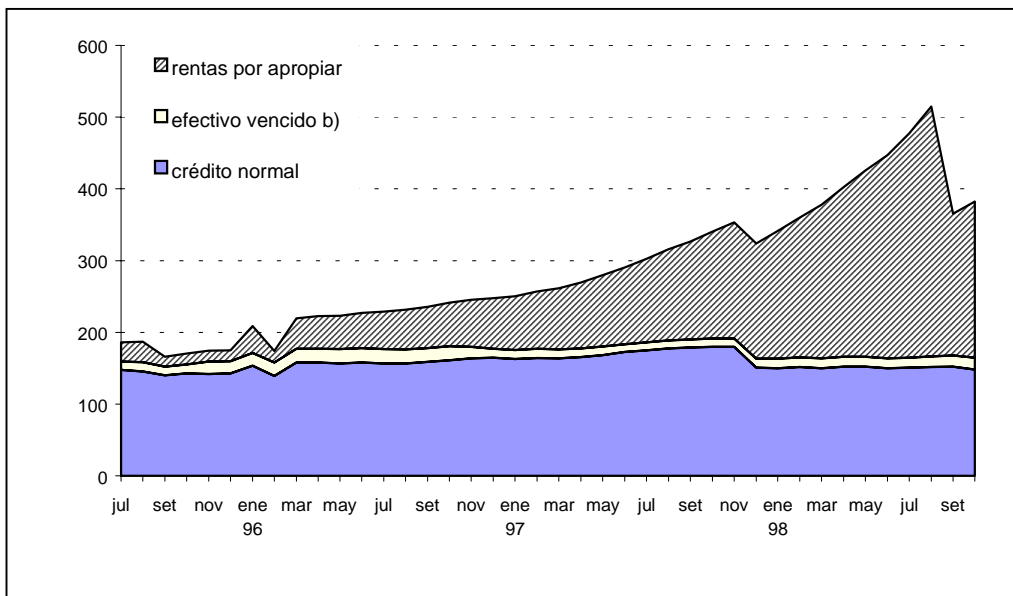
⁹ El Boletín del Banco Central no desglosa los componentes de estos “títulos federales en poder del público”, según que hayan sido emitidos por el Tesoro o por el Banco Central. Sí informa de la composición de los saldos de títulos públicos que no están en tenencia del Banco Central, concepto que excede al considerado en M4, ya que incluye saldos en manos del sistema financiero. Puede verse, en todo caso, que el orden de magnitud de los saldos de ambos tipos de títulos son similares, que entre mediados de 1995 y fines de 1996 se colocaron principalmente títulos del Banco Central, que durante 1997 se colocaron títulos del Tesoro Nacional mientras disminuían los saldos de los títulos del BC, en tanto que la situación de invirtió en 1998, con un aumento del saldo de títulos del Banco Central y una ligera disminución en el de los títulos del Tesoro.

¹⁰ Un crédito cuyo servicio esté vencido por más de 60 días debe ser contabilizado “en mora”. Si el atraso llega a 360 días habiendo garantías consideradas suficientes, o a 180 días sin éstas, el crédito debe ser contabilizado “en liquidación”.

millones de reales de créditos en liquidación fueron dados de baja de su cartera por incobrables (gráfico 7).

Gráfico 7

EVOLUCIÓN DE LOS COMPONENTES DEL CRÉDITO TOTAL, EN VALORES CONSTANTES, ^{a/}
JUNIO DE 1998-OCTUBRE DE 1998
(en miles de millones de reales de junio de 1994)



Fuente: Balances patrimoniales publicados en *Boletim do Banco Central do Brasil, Suplemento Estatístico*, varios números.

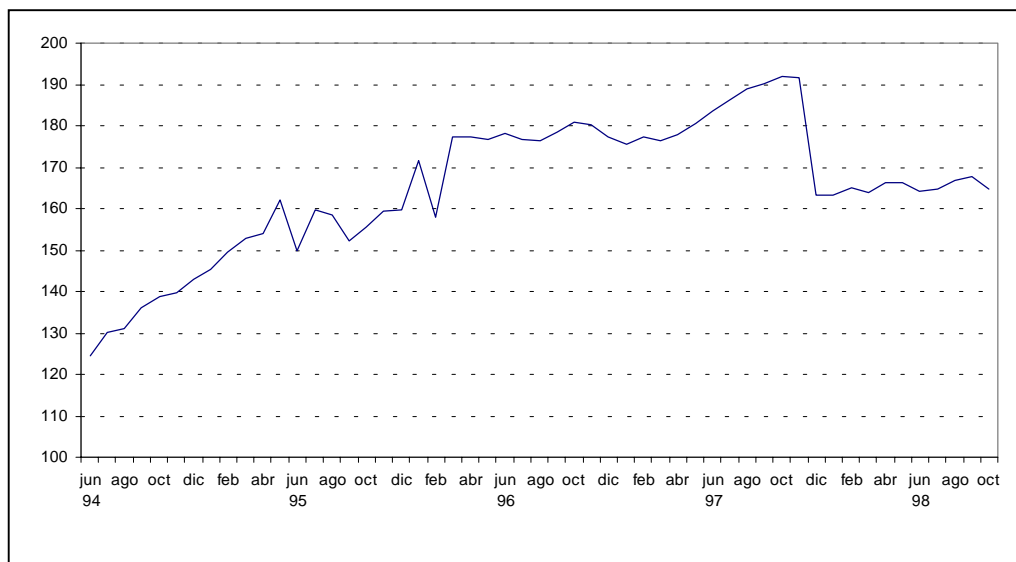
Notas: a) Saldos a fines de mes, deflactados por el Índice de precios al por mayor. Se trata de los créditos brindados por la totalidad de las entidades financieras, con excepción de las sociedades de leasing.

b) Corresponde a la cartera con atrasos o en liquidación, menos las “rentas por apropiar”.

Dado que la acumulación contable de esas “rentas por cobrar” no corresponde a una expansión del crédito utilizable por los prestatarios, ni probablemente tampoco a un ingreso futuro de los bancos, más sentido económico tiene observar la evolución del “crédito efectivo”, concepto que corresponde al crédito total menos las “rentas por cobrar”. Al respecto, puede constatar una expansión significativa y sostenida del crédito efectivo en términos reales hasta mediados de 1995. Con altibajos, éste mantiene una tendencia creciente hasta fines de 1997 (gráfico 8); la caída observada entonces se debió a una reestructuración de las deudas de los Estados que, como se verá más adelante, pasaron de las manos de los bancos estatales a las del Estado Federal. Los saldos de crédito efectivo luego se estabilizan, en un marco de altas tasas de interés y recesión; lo que crece entonces, como se ve en el gráfico 7, son las “rentas a cobrar”.

Gráfico 8
EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO EFECTIVO DEL SISTEMA FINANCIERO
EN VALORES CONSTANTES, JUNIO DE 1994–OCTUBRE DE 1998

(miles de millones de reales de junio de 1994)^{a/}



Nota: a/ Saldo a fines de mes deflactados por el Índice de precios al por mayor. Excluye a las sociedades de leasing.

El rápido aumento del crédito que siguió al control de la inflación, vino acompañado de un cambio en su orientación. Al no estar disponibles las cifras de la distribución sectorial del crédito “efectivo”, debemos apoyarnos principalmente en la evolución del crédito en situación normal, que es la más cercana a aquél concepto, como surge del gráfico 7. El cuadro 2 reproduce los saldos a fines de año del crédito en situación normal y, para comparación, los del crédito total, que al incluir montos crecientes en el tiempo de las “rentas a cobrar”, no indican correctamente el crédito utilizable por los agentes no financieros.

Una evolución destacada durante el período considerado se refiere a los saldos de los préstamos recibidos por el sector público: tras un incremento de la parte destinada a los Estados y municipios entre 1993 y 1996 (considerando los préstamos en estado normal), sobreviene una fuerte reducción del porcentaje del crédito del sistema financiero destinado al sector público, tanto federal como estadual. Esta reducción se explica no solamente por la política tendiente a poner fin al financiamiento de los gobiernos de los Estados mediante los propios bancos estatales, sino principalmente por el traspaso al Estado Federal de la deuda que los Estados tenían con aquéllos. Dado que gran parte de esa deuda estaba vencida, la disminución de la participación del sector público es más acentuada para el crédito total que para el crédito normal.

Otra evolución notable es la pérdida de peso relativo de la industria en el crédito otorgado durante 1994. Con posterioridad, recuperó paulatinamente parte de la participación que tenía anteriormente, pero más en base a la acumulación de créditos en atraso o liquidación que a la expansión de crédito normal. En contrapartida a estas disminuciones, aumentan notablemente los créditos a las personas físicas, dando un verdadero salto con el lanzamiento del Plan Real. Si miramos los créditos en situación normal, vemos que la participación de los demás rubros (sector rural, comercio, vivienda y otros servicios) es bastante estable.

Cuadro 2
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DEL CRÉDITO DEL SISTEMA FINANCIERO,
SALDOS A FINES DE AÑO ^{a/}
(en porcentajes)

	Préstamos en estado normal							Préstamos totales					
	1993	1994	1995	1996	1997	1998		1993	1994	1995	1996	1997	1998
Sector público federal	3.2	3.8	3.0	2.2	1.6	2.1	Sector público federal	4.2	4.4	3.1	1.6	0.8	0.9
Etados y municipios	16.7	19.1	19.9	23.0	14.8	11.3	Etados y municipios	16.6	17.3	15.7	16.3	7.7	4.8
Total sector público	19.9	22.9	22.9	25.2	16.4	13.4	Total sector público	20.8	21.8	18.7	17.9	8.5	5.7
Sector rural	6.5	8.1	9.6	7.5	8.8	8.4	Sector rural	7.5	8.7	9.8	7.1	5.7	5.3
Industria	31.3	19.2	20.5	20.6	22.6	23.4	Industria	30.8	20.8	23.1	25.8	29.0	29.8
Comercio	7.1	9.3	9.1	8.7	8.7	7.1	Comercio	7.0	9.4	10.7	10.6	13.1	6.4
Vivienda	21.6	22.5	23.2	21.2	22.3	23.8	Vivienda	20.7	21.1	19.5	16.0	11.9	10.4
Otros servicios	10.3	10.5	9.2	8.8	9.5	12.3	Otros servicios	10.0	11.1	12.7	15.4	23.4	33.9
Personas físicas	3.2	7.5	5.4	8.0	11.8	11.6	Personas físicas	3.1	7.1	5.5	7.1	8.4	8.4
Total sector privado	80.1	77.1	77.1	74.8	83.6	86.6	Total sector privado	79.2	78.2	81.3	82.1	91.5	94.3
Total general	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	Total general	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números

Notas: a/ Para 1998, los saldos son a fines de noviembre.

Puede comprobarse, en síntesis, una modificación significativa en la distribución del crédito, con una reducción de las partes correspondientes al sector público y a la industria, y un aumento del financiamiento a las personas físicas. De este modo, el sistema financiero favoreció el auge del consumo de bienes durables, sector que arrastraba una “demanda insatisfecha” considerable. Este comportamiento, sin embargo, no significó un apoyo a la reestructuración y al reequipamiento de la industria, en circunstancias en que ésta debía adaptarse a la apertura comercial y a una nueva estructura de precios relativos (en particular, con una moneda apreciada y tasas de interés reales elevadas).

Hasta cierto punto, esta situación de expansión y reorientación del crédito (dando más participación al financiamiento del consumo y menor al de la industria) se asemeja a la experiencia de otros países de la región que estabilizaron sus precios, atrajeron capitales externos y liberalizaron en algún grado sus sistemas financieros.

b) Reestructuración del sistema bancario

El Plan Real ha tenido un efecto ambivalente sobre la rentabilidad de los bancos. Si por un lado dio un marco propicio a la expansión del crédito, y por ende a los ingresos por intermediación, también significó la pérdida de los ingresos que los bancos obtenían, en un ambiente inflacionario, por la erosión del valor real de los depósitos a la vista y por el insuficiente ajuste del valor de otros depósitos bancarios. El “ingreso inflacionario” era importante para la rentabilidad de los bancos, alcanzando entre 1990 y 1993 valores cercanos a 4 puntos del PIB; su disminución en 1994 (a 2% del PIB) y su desaparición a partir de 1995 restaron viabilidad económica a un grupo de entidades.¹¹ Una explicación que se ha dado a la ya descrita expansión del crédito se refiere precisamente a la búsqueda, por parte de los bancos, de sustituir las “transferencias inflacionarias” con mayores ingresos por intermediación financiera.

Ahora bien, la rapidez de la expansión de la cartera de crédito de los bancos parece haber ido en detrimento de su calidad. En efecto, “este crecimiento de las operaciones de crédito se dio sobre una base de informaciones bastante precarias, como consecuencia del largo período en que las instituciones estuvieron concentradas casi exclusivamente en actividades de tesorería. Así, la relativa falta de experiencia en la concesión del crédito acabó produciendo una situación en que la calidad de los mismos no acompañó, en principio, a su expansión. Las fluctuaciones en la política económica (...) también contribuyeron para aumentar los incumplimientos en la cartera del sistema financiero”.¹² Cabe recordar, en particular, la incidencia del endurecimiento de la política monetaria durante el segundo trimestre de 1995, cuando se procuró moderar el crecimiento de la economía y el deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos que le estaba asociado, en plena crisis mexicana. De manera general, y por cierto aplicable a otras experiencias vividas en la región, se ha afirmado que “el gran problema en los períodos de expansión rápida de los créditos es el aumento de la vulnerabilidad de las instituciones financieras. Este se basa en el hecho de que esos períodos son momentos de expansión macroeconómica, durante los cuales los deudores están transitoriamente con alta liquidez, lo que hace más difícil un análisis riguroso del riesgo por parte de los bancos (...) El resultado de ese proceso es un crecimiento de los préstamos de cobro dudoso, cuando sobreviene algún choque macroeconómico adverso”.¹³

Una comparación de los gráficos 8 y 9 permite comprobar el incremento simultáneo, hasta mediados de 1996, del crédito efectivo en valores constantes y de la proporción de la cartera vencida “efectiva” (es decir, los créditos en atraso o liquidación, netos de rentas a cobrar) en los créditos efectivos totales.¹⁴ La reducción de esta proporción a fines de 1996 obedece a diversas medidas que serán detalladas más adelante, en tanto que su subida a partir de noviembre de 1997 se vincula a la nueva situación macroeconómica (de tasas de interés y ritmo de actividad) que sobrevino a partir de la crisis asiática.

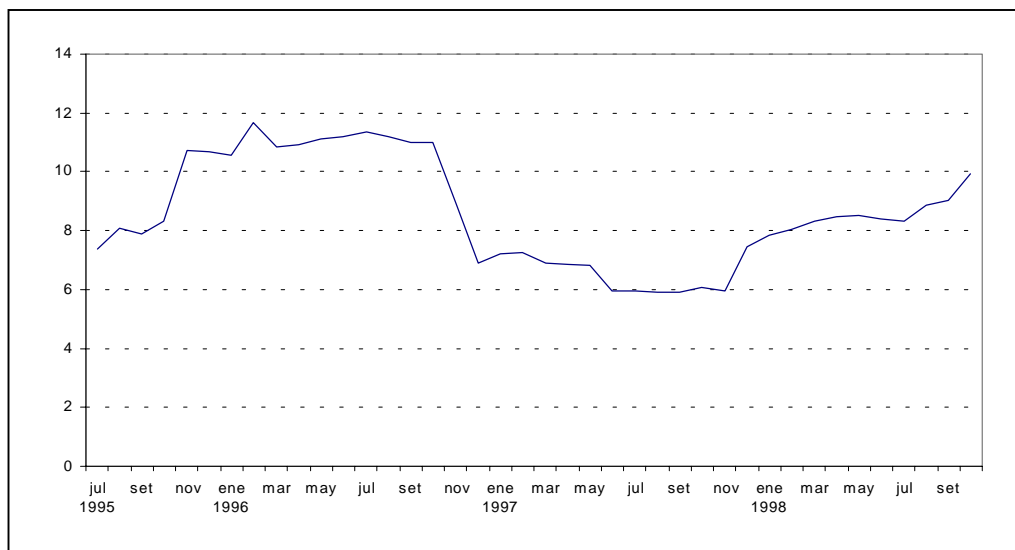
¹¹ Véase José Roberto Mendonça de Barros y Mansueto Facundo de Almeida Júnior, *Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, Brasília, mayo de 1997.

¹² Véase Daniel Ricardo de Castro Cerqueira, “Créditos e inadimplência no sistema financeiro nacional: evolução recente”, Nota Técnica en IPEA, *Boletim Conjuntural* N° 42, julio de 1998, pág. 43.

¹³ Véase José Roberto Mendonça de Barros y Mansueto Facundo de Almeida Júnior, *op.cit.*, p. 5.

¹⁴ Se considera aquí únicamente el período posterior a julio de 1995, cuando tuvo lugar un cambio en las normas para contabilizar los créditos normales que vuelve no comparables los valores anteriores y posteriores a esa fecha.

Gráfico 9
CARTERA EFECTIVA VENCIDA DEL SISTEMA FINANCIERO COMO PORCENTAJE
DE LA CARTERA EFECTIVA TOTAL, JULIO DE 1995-OCTUBRE DE 1998



Fuente: Sobre la base de los balances patrimoniales de las entidades financieras publicados en *Boletim do Banco Central do Brasil, Suplemento Estatístico*, varios números (excluye a las sociedades de leasing).

La conciencia de los problemas que enfrentaba el sistema bancario, una de cuyas manifestaciones era la creciente incidencia de las carteras vencidas, motivó un esfuerzo de reestructuración y recapitalización del sistema financiero, que estuvo liderado por el Estado. Además de establecerse mayores exigencias de patrimonio neto para las instituciones financieras, se dispuso diversas reformas a la supervisión y regulación, que le permitieran al Banco Central actuar preventivamente ante situaciones de fragilidad, y disponer la capitalización, fusión o venta de entidades financieras con problemas de liquidez.¹⁵

Un rol importante jugó, en este sentido, la institución del Programa de Estímulo a la Reestructuración y al Fortalecimiento del Sistema Financiero Nacional (PROER). Este programa financiaba la transferencia de los bancos privados intervenidos a nuevos dueños, mediante la compra de la cartera en mora de esas entidades. Además, las instituciones participantes en ese programa tendrían diversas facilidades, tales como el acceso a una línea de crédito especial, la posibilidad de diferir contablemente los gastos de la reestructuración y la flexibilización de las normas de patrimonio mínimo. Entre noviembre de 1995, cuando fue instituido, y diciembre de 1997, el PROER desembolsó 26.2 mil millones de reales (algo más de 25 mil millones de dólares), con los que financió la transferencia a instituciones privadas de partes de activos y pasivos de bancos intervenidos, entre los que estaban bancos privados de primer orden, como el Económico, el Nacional y el Bamerindus.

En el proceso de reestructuración de la banca privada, cobró importancia la penetración de la banca extranjera, en un proceso que ha sido evaluado desde el gobierno como un “refuerzo financiero para el País” y una forma de lograr una “mayor eficiencia en la asignación de recursos”.¹⁶ En particular, su entrada debería “aumentar la capacidad del sistema financiero de absorber choques macroeconómicos”, incrementar la competencia en el sistema financiero,

¹⁵ Véase José Roberto Mendonça de Barros, Gustavo Jorge Laboissiere Loyola y Joel Bogdanski, *Reestruturação do Setor Financeiro*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, Brasília, enero de 1998.

¹⁶ Ministério da Fazenda, *Boletim de acompanhamento macroeconômico*, mayo de 1998, pág. 17.

“ocasionando una reducción de los *spreads* y de las tasas de los servicios bancarios”, y por último, ayudar a la reestructuración del sistema bancario, comprando activos de bancos en liquidación y bancos con desequilibrios patrimoniales.¹⁷ En 1995, 37 bancos extranjeros captaban, a través de 396 sucursales, 6.2% de los depósitos totales; en 1997, ya eran 77 bancos con 1614 sucursales, y su participación en los depósitos había trepado a 11.7%.¹⁸ Simultáneamente, perdían peso los bancos privados nacionales, cuya participación en los depósitos se redujo de 34.1 a 27.9%. Algunos bancos extranjeros se beneficiaron directa o indirectamente del programa PROER: en 1997, el Bamerindus fue adquirido por el Hong Kong and Shanghai Banking Corporation, y el Excel Econômico —la entidad resultante de la adquisición, con apoyo de PROER, del Banco Econômico por el Excel— fue a su vez adquirido en 1998 por el Bilbao Vizcaya. Otras notorias entradas o expansiones de bancos extranjeros en Brasil son las del Banco Santander (adquirió en marzo de 1997 el Banco Geral do Comércio), la Société Générale (aumentó su participación accionaria en el Banco Sogeral y compr  créditos de instituciones financieras intervenidas), a los que se sumaron en 1998 el ABN-AMRO (adquirió el Banco Real, el 6  banco en importancia según sus activos), el CS First Boston y la Caixa Geral de Depósitos del Portugal (compraron el Banco Garantia y el Bandeirantes, respectivamente).¹⁹

También se procuró reestructurar la banca pública, dentro de la cual hay que distinguir la situación de los bancos federales y de los bancos estaduais. Entre los primeros, el Banco do Brasil dio de baja créditos irrecuperables y fue recapitalizado con 8 mil millones de reales aportados por el Estado; por su parte, se dispuso una reorganización administrativa de la Caixa Econ mica Federal, que además fue beneficiada con modificaciones en el marco jurídico del financiamiento inmobiliario, lo que le permitió reducir el nivel de atrasos en su cartera. Distinta fue la política con la banca estadual: más que reorganizarla, se trataba de reducir su presencia en el sistema financiero. Varios de estos bancos tenían niveles elevados de préstamos en mora, y una concentración de éstos en sus respectivos gobiernos. En particular, en diciembre de 1994, el Banco Central dispuso la intervención de los bancos de los Estados de São Paulo y Río de Janeiro (BANESPA y BANERJ), con la intención de privatizarlos. El segundo fue adquirido por el banco Itaú en julio de 1997, y se ha anunciado la privatización del primero para 1999.

Con la idea de generalizar y organizar este movimiento, el gobierno dictó, en agosto de 1996, la Medida Provisoria de los Bancos Estaduales, creándose posteriormente el PROES (Programa de Estímulo a la Reestructuración del Sistema Financiero Público Estadual), programa que es a los bancos de los Estados lo que el PROER es a los privados. Estas medidas procuraban “incentivar la reducción del sector público estadual en la actividad financiera bancaria (...), preferentemente mediante la privatización, extinción o transformación en institución no financiera de fomento” de bancos de los Estados. El Estado Federal podía adquirir estas instituciones, para su posterior privatización o cierre, podía financiar su cierre o transformación en agencias de fomento, o bien financiar los ajustes necesarios para la posterior privatización. Se contemplaba, con carácter excepcional, la posibilidad de financiar parcialmente un programa de saneamiento del banco que podría seguir siendo estadual, con la condición de un aporte al menos equivalente del Estado y una reforma de su gestión.²⁰

¹⁷ José Roberto de Mendonça Barros y Mansueto Facundo de Almeida Júnior, *op. cit.*, pp. 17 y 18.

¹⁸ Véase *Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório 1997*, capítulo II, sección 4.

¹⁹ Véase “Os bancos que mais crescem no país”, *Conjuntura Econ mica Especial*, noviembre de 1998.

²⁰ Véase la Medida provisória dos bancos estaduais, MP n 1514 del 7 de agosto de 1996, artículos 1  y 3 , publicada en el *Diário Oficial da União* del 8 de agosto de 1996. Véase también: Banco Central do Brasil, *Instrumentos utilizados para a estabilidades do sistema financeiro*, en www.bcb.gov.br/htmls/FiscBan/instrume. Las preferencias entre la distintas alternativas de quien fue presidente del Banco Central entre agosto de 1997 y enero de 1999 son inequívocas: “Los bancos estaduais deben desaparecer”, ya que “el problema es la institución que usa recursos de terceros para actividades de fomento. Es caridad usando el bolsillo ajeno. Es apropiación indebida. Es un crimen”. Véase Gustavo H. B. Franco, *Seis anos de trabalho: um balanço*, discurso pronunciado en febrero de 1999.

Las operaciones de reestructuración, cierre o privatización de los bancos estatales se enmarcan dentro de un reordenamiento de las finanzas de los Estados, negociada con el Estado Federal. Los Estados habían acumulado deudas con los bancos estatales, que a su vez emitían títulos, colocados en el público a tasas de interés elevadas; estas colocaciones estaban garantizadas por el Banco Central. Con la entrada de esos bancos al PROES y el posterior acuerdo de reestructuración de deudas entre el Gobierno Federal y el Estado en cuestión, se produce una amplia reestructuración financiera. Por un lado, el gobierno estatal rescata sus títulos de deuda de manos de los bancos estatales y contrae una deuda de largo plazo con el Estado Federal; los bancos estatales ven disminuir simultáneamente su activo (títulos del Estado) y sus pasivos en manos del público; el público deja de tener títulos del banco estatal y pasa a tener títulos del Banco Central; y el Estado Federal aumenta simultáneamente sus activos (acreencias sobre los Estados) y sus deudas (títulos del Banco Central en manos del público).²¹ De este modo, el banco estatal mejora su solvencia, al verse libre de activos incobrables y de pasivos onerosos; a partir de ese momento puede encararse su futuro, entre las posibilidades detalladas en el párrafo anterior.

El monto comprometido para estas operaciones superaba ligeramente los cien mil millones de reales, incluidos en un crédito especial sobre el presupuesto de 1997 solicitado por el Poder Ejecutivo.²² A finales de diciembre de 1997, el Gobierno Central anotaba como activos 49 480 millones de reales por el “Crédito Renegociación de los Estados” y 37 790 millones de reales por créditos canalizados por PROES. Una evaluación de fuente oficial, hecha a principios de 1999, de los montos comprometidos por el PROES y por otros esquemas específicos destinados a la banca estatal, alcanza a 47 mil millones de reales “y pueden llegar a 60 mil millones”.²³

Se ha afirmado que estas operaciones no significan un costo fiscal para el sector público en su conjunto, ni un incremento de la deuda neta del gobierno federal, ya que al mismo tiempo en que aumenta su deuda bruta, aumentan también sus créditos sobre los Estados.²⁴ Sin embargo, otros analistas tienden a considerar que esas acreencias son incobrables, con lo que tanto la deuda neta federal, como el costo para el gobierno federal de la reestructuración de la banca estatal, estarían siendo subestimados.²⁵ Esta apreciación parece ser compartida por el ex presidente del Banco Central, Gustavo Franco. Refiriéndose a la política seguida con los bancos estatales, decía: “el mayor de los bancos estatales, el Banespa, fue federalizado, y será pronto privatizado. Privatizamos el Bemge, el Credireal, el Banerj, el Meridional, y el Banco del Estado de Pernambuco. Cerramos los bancos de Rondônia, Mato Grosso y Roraima. Recaudamos poco en relación a las pérdidas y a los refinanciamientos: lo obtenido no cubre ni siquiera el 10% del costo, pero lo importante es extirpar la enfermedad”.²⁶

En síntesis, entre julio de 1994 y diciembre de 1998, 76 bancos (de un total de 271) fueron liquidados o transferidos, con la intervención del Estado o sin ella, en un proceso que marcó la entrada en gran escala de la banca comercial extranjera.²⁷ Los recursos que esta reestructuración ha demandado del Estado hasta ahora incluyen unos 8 mil millones de reales para la capitalización del

²¹ Una explicación más detallada de la operatoria financiera en el marco del PROES puede encontrarse en Carlos Eduardo de Freitas, *A reavaliação da dívida pública federal brasileira*, Investigación contratada por CEPAL, diciembre de 1998.

²² El monto solicitado era de 103,3 mil millones de reales. Véase *Créditos suplementares ao orçamento geral da União: reestruturação de dívidas e saneamento de bancos estaduais*, en el web de: fazenda.gov.br/portugues/ajuste/ajnota1.

²³ Véase Gustavo H. B. Franco, *Seis anos de trabalho: um balanço*, op. cit.

²⁴ “El refinanciamiento propuesto no implica costos fiscales para el sector público como un todo. Por un lado el Tesoro concede préstamos a tasas de interés menores a las pagadas sobre la propia deuda, incurriendo, por lo tanto, en un mayor costo. Por otro lado, los estados dejan de financiarse a tasas de mercado, para hacerlo a la tasa del préstamo federal, que es menor. El efecto neto es positivo para el sector público, que pagará menos intereses, reduciendo por lo tanto el déficit operacional.”. *Créditos suplementares ao orçamento geral da União: reestruturação de dívidas e saneamento de bancos estaduais*, op. cit.

²⁵ Véase Carlos Eduardo de Freitas, op. cit.

²⁶ Véase Gustavo H. B. Franco, *Seis anos de trabalho: um balanço*, op. cit.

²⁷ Banco Central do Brasil, *Evolução do Sistema Financeiro Nacional. Relatório Semestral de Mês de Dezembro de 1998, Anexo 1*, en lira.bcb.gov.br/deorf/rl199812/Anexo3.

Banco do Brasil, 26.2 mil millones de fondos adelantados por el PROER, entre 47 mil y 60 mil millones de reales del PROES y otros mecanismos para la banca estadual, a los que habría que sumar el costo de otras intervenciones, tales como la reestructuración de la deuda agrícola (estimado en 2500 millones de reales en 10 años). La suma de estos recursos representa alrededor de 11% del PIB de 1998 (y algo más de 8% si se excluyen los fondos de PROER); ahora bien, estos valores no corresponden en su totalidad a un costo fiscal en el mediano plazo, ya que se espera recuperar al menos parte de los adelantos; por ejemplo, se ha estimado que un valor realista de las garantías constituidas en el programa PROER llega a los 18 mil millones de dólares.²⁸

La temprana intervención del gobierno en el sistema financiero ha sido destacada como un factor importante que ha permitido acotar la crisis bancaria, a la vez que explica que la crisis cambiaria de principios de 1999 no esté generando repercusiones en el sistema bancario similares a las que presentaron los países asiáticos en 1997-98. No obstante, se ha tendido a subestimar el costo total de estas intervenciones para el Gobierno Federal, que ha representado uno de los principales factores del aumento de su deuda. Asimismo, corresponde examinar en qué medida esta política ha podido controlar el problema de las carteras efectivas vencidas, y poner al sistema bancario en situación de enfrentar las consecuencias de la devaluación y de la recesión.

Una evaluación de este último punto requiere distinguir entre grupos de bancos. En un análisis de la totalidad del crédito concedido por el sistema financiero, llama la atención la participación preponderante de los “bancos múltiples oficiales” (grupo integrado principalmente por los bancos de los Estados). Sin embargo, gran parte de esos créditos corresponde al registro de “rentas por cobrar” sobre créditos vencidos. Si de los créditos totales se pasa al concepto de “crédito efectivo”, que corresponde al crédito total menos las rentas a apropiar, los bancos múltiples estatales pierden su posición de principales prestamistas. Es ahora el grupo de los bancos múltiples privados el que ocupa el primer lugar, seguido por grandes bancos federales: la Caixa Econômica Federal, el Banco do Brasil y el Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico y Social (cuadro 3).

Cuadro 3
CRÉDITO TOTAL Y EFECTIVO DISTRIBUIDO POR DISTINTOS
GRUPOS DE BANCOS, OCTUBRE DE 1998

	Crédito Total		Crédito Efectivo	
	Millones de reales	Porcentajes	Millones de reales	Porcentajes
Bancos múltiples oficiales	289150	52.2	11903	5.1
Bancos múltiples privados	89290	16.1	84722	36.5
Bancos comerciales oficiales	1257	0.2	1257	0.5
Bancos comerciales privados	9888	1.8	8250	3.6
Banco do Brasil	48088	8.7	36179	15.6
B.N.D.E.S.	26449	4.8	21912	9.4
Caixa Econômica Federal	77309	14.2	64594	27.8
Bancos estatales de inversión	3536	0.6	2213	0.5
Bancos de inversión	1289	0.2	1239	0.5
Total	553862	100.0	232083	100.0

Fuente: *Boletim do Banco Central do Brasil, Suplemento Estatístico*, diciembre de 1998.

²⁸ Véase Carlos Eduardo de Freitas, *op. cit.*

Un análisis comparativo de las cuentas consolidadas de los distintos grupos de bancos, desde la entrada en vigor del Plan Real hasta octubre de 1998, permite identificar la forma en que éstos han atravesado los distintos momentos de la reestructuración del sistema bancario (cuadro 4).

Cuadro 4
INDICADORES SELECCIONADOS DE LOS DISTINTOS GRUPOS DE BANCOS
DEL SISTEMA FINANCIERO ^{a/}

	Crédito vencido/Crédito total (en %) b/						Crédito efectivo/Obligaciones por haberes financieros				
	94	95	96	97	98		94	95	96	97	98
Comerciales privados	6.6	11.2	14.6	15.2	21.1	Comerciales privados	1.1	1.1	1.9	2.1	1.8
Comerciales oficiales	6.6	18.8	25.0	18.5	22.7	Comerciales oficiales	1.2	1.2	0.7	0.6	0.8
Múltiples privados	4.5	16.3	6.2	7.1	10.1	Múltiples privados	1.2	1.1	1.2	1.0	0.9
Múltiples oficiales	24.9	13.2	61.2	93.6	96.3	Múltiples oficiales	2.0	1.4	3.8	7.2	13.5
Banco do Brasil	20.2	31.2	49.2	40.2	50.4	Banco do Brasil	1.5	1.2	1.5	0.9	1.1
Caixa econômica federal	12.3	12.7	14.9	12.5	18.7	Caixa econômica federal	0.9	1.0	0.9	0.9	0.8
	(Crédito vencido-Rentas a cobrar)/Crédito efectivo (en %) b/						Provisiones/Crédito efectivo (en %)				
	94	95	96	97	98		94	95	96	97	98
Comerciales privados	1.9	7.7	8.1	5.8	5.5	Comerciales privados	9.1	14.0	16.5	13.0	18.5
Comerciales oficiales	-10.6	13.2	17.2	10.7	9.2	Comerciales oficiales	21.3	29.7	30.7	22.9	22.1
Múltiples privados	-4.8	13.2	4.3	4.1	5.3	Múltiples privados	6.0	21.8	10.5	11.7	15.5
Múltiples oficiales	0.5	7.2	6.4	12.5	9.9	Múltiples oficiales	14.8	17.1	13.7	47.4	65.5
Banco do Brasil	10.3	15.3	17.8	22.7	34.1	Banco do Brasil	7.7	17.8	29.4	63.8	60.4
Caixa econômica federal	-3.7	5.5	5.1	1.4	2.7	Caixa econômica federal	7.1	8.6	8.1	8.1	8.3
	(Capital+Reservas)/Activo (en %)						Resultado operacional/(Capital+Reservas) (en%)				
	94	95	96	97	98		94	95	96	97	98
Comerciales privados	13.6	11.7	12.9	11.4	9.3	Comerciales privados	-12.8	.03	-0.3	-3.6	2.0
Comerciales oficiales	16.2	13.6	13.0	11.8	11.8	Comerciales oficiales	0.0	-3.8	10.0	4.7	3.0
Múltiples privados	13.4	13.5	13.5	12.9	13.3	Múltiples privados	-0.6	1.4	6.3	-1.4	2.6
Múltiples oficiales	7.4	8.5	5.6	6.2	15.0	Múltiples oficiales	0.1	-12.0	5.5	12.9	-2.1
Banco do Brasil	13.4	14.0	26.2	5.4	5.5	Banco do Brasil	0.1	-17.1	1.6	5.3	4.9
Caixa econômica federal	7.8	7.2	6.2	3.8	2.8	Caixa econômica federal	-0.2	-0.2	-0.2	1.9	0.5

Fuente: sobre la base de *Boletim do Banco Central do Brasil, Suplemento Estatístico*, diciembre de 1998.

Notas: a/ las cifras corresponden a diciembre de cada año con la excepción de 1998, año para el cual éstas corresponden a octubre.

b/ los cambios en las normas para contabilizar los créditos vencidos, que tuvieron lugar en julio de 1995, hacen poco comparables los valores de 1994 y los posteriores.

Se constata el ya mencionado aumento del crédito vencido y de las “rentas por cobrar” en los bancos múltiples oficiales, rubros que pasan a representar prácticamente la totalidad del crédito de estos bancos. También puede verse cómo la situación de los bancos múltiples privados se deteriora al inicio del Plan Real, con pérdidas en 1994 y un fuerte aumento de la cartera vencida entre 1994 y 1995, para mejorar substancialmente en 1996. Esta mejora obedece a la reestructuración de varios bancos importantes que transfirieron sus carteras vencidas al PROER, a una reducción de las tasas básicas de interés y de los depósitos obligatorios.²⁹ Coincidentemente, en 1996 mejoran los resultados de la mayor parte de los bancos. Posteriormente, disminuye la rentabilidad de este grupo de bancos y el crédito vencido (neto de rentas a cobrar) tiende a aumentar hasta 5,3% del crédito efectivo, en un marco caracterizado por la desaceleración del crecimiento y la subida de las tasas de interés. Sin embargo, las elevadas provisiones cubren sobradamente los créditos en mora y liquidación, las relaciones de crédito sobre recursos son holgadas y el coeficiente de capital y reservas sobre activo de 13.3% supera ampliamente las normas del Comité de Basilea.

Entre la banca pública, la Caixa Econômica Federal se caracteriza por niveles reducidos de cartera vencida en su crédito efectivo, además de tener provisiones que la cubren con exceso. La disminución durante 1997 de la proporción de créditos vencidos en esta institución que destina cerca de 70% de su crédito al financiamiento de la vivienda, puede explicarse por el éxito del programa de reestructuración de deudas, en el cual los deudores podían obtener descuentos de hasta el 30%.³⁰ Otro factor de solvencia se refiere a la estructura de los recursos disponibles, que en su casi totalidad son cuentas de ahorro, a plazo y letras hipotecarias, y a la naturaleza del crédito otorgado (mayoritariamente crédito hipotecario) que permiten financiar ese crédito sin tener que recurrir a otro tipo de endeudamiento que no sea el originado en fondos y programas oficiales. El mismo cuadro 4 permite seguir el proceso de consolidación del Banco do Brasil, con una inyección de capital en 1996 (8 mil millones de reales) que permitió la constitución de provisiones por 3.5 mil millones ese año, seguida de otra de 2.2 mil millones en 1997. Además, su situación se vio favorecida por la ya mencionada renegociación de las deudas agropecuarias. De este modo, la institución muestra niveles de provisiones que cubren sobradamente el crédito efectivo vencido, una recuperación de las ganancias operacionales y una disminución del crédito efectivo sobre las obligaciones por haberes financieros, lo que describe una situación de solvencia y liquidez conveniente, pese a un incremento de la proporción de cartera vencida debido al empeoramiento de la situación económica a partir de fines de 1997.

Se comprueba así que, en general, los bancos presentaban a fines de 1998 una estructura financiera relativamente sólida, con niveles de crédito efectivo prudentes en relación al total de sus activos (en que un rubro importante en las carteras de todos ellos son las tenencias de títulos oficiales, del Banco Central, del Tesoro Nacional o de los Estados y municipios) y con un nivel de recursos propios importante.

Cabe preguntarse en qué medida la devaluación de enero de 1999 puede haber influido sobre la solvencia de los bancos. Al respecto, es de notar que la exposición del sistema financiero al riesgo cambiario era pequeña. Ya en noviembre de 1998, los activos en dólares o indizados al dólar superaban ligeramente a los pasivos en esa moneda: expresados en reales, los activos llegaban a 109,6 mil millones, y los pasivos a 103,2 mil millones (véase el cuadro 5). Entre los activos sobresalen los títulos públicos (34 mil millones) y los préstamos en dólares (23,6 mil millones). Hay que considerar, ciertamente, la posibilidad de que una parte de los créditos en dólares resulte de más difícil cobro, aunque esto debería estar en parte compensado por el hecho de que el sector privado no financiero también tenía posiciones en dólares (en particular, títulos indizados en esa moneda). Con posterioridad a noviembre, el sector bancario privado parece haber incrementado sus

²⁹ Véase Daniel Ricardo de Castro Cerqueira, *op. cit.*, pág. 45.

³⁰ *Ibid.*, p. 44.

posiciones en dólares, mediante compras de dólares, de títulos públicos indizados en dólares y a través de transacciones a futuro (cuya contraparte parece haber sido, en particular, el Banco do Brasil), de manera que la devaluación le podría haber generado ganancias considerables, a costa básicamente del Estado.³¹

Como se ve, la situación del sistema bancario brasileño ante una fuerte devaluación difiere de la que sufrieron varios países asiáticos en 1997-1998, como así también de la de Argentina, Chile y Uruguay a principios de los años ochenta y la de México en 1994-1995.

Cuadro 5
SISTEMA FINANCIERO CONSOLIDADO: ACTIVOS Y PASIVOS
EN MONEDA EXTRANJERA, NOVIEMBRE DE 1998
(en miles de millones de reales)

Activo		Pasivo	
Préstamos	26.4	Depósitos sin interés	0.4
Depósitos a la vista en moneda extranjera	10.9	Commercial papers & Notes	10.4
Títulos	34.0	Préstamos en moneda extranjera	45.6
Transacciones en moneda extranjera	38.3	Transacciones en moneda extranjera	46.8
Total	109.6		103.2

Fuente: extraído del Homepage en Internet del Banco Central do Brasil.

³¹ Según un estudio elaborado por Austin Asis para la Agência Estado, los bancos que más ganaron gracias a la devaluación fueron el Chase Manhattan y el BBA Creditansalt. El primero ganó 368,5 millones de dólares en enero y febrero de 1999, es decir, cinco veces más que sus ganancias totales de 1998. El segundo obtuvo, en el mismo bimestre, una ganancia de 252.4 millones de dólares. De acuerdo a ese estudio, dichas instituciones basaron estas ganancias en la constitución de posiciones compradoras en el mercado a futuro del dólar (a valores predeterminados anteriormente a la devaluación), en títulos del gobierno indizados al dólar o en la compra directa de moneda extranjera. Véase *O Estado de São Paulo* del 31 de marzo de 1999.

4. Las finanzas públicas

Como ya fue dicho, la situación de las cuentas fiscales fue percibida desde un principio como un factor determinante del éxito del Plan Real. Sin embargo, el mismo sector fiscal no estuvo aislado de los efectos de diversas decisiones de la política económica, tales como la reestructuración examinada del sector financiero, las políticas de tasa de interés y las privatizaciones. También influyó sobre las cuentas fiscales el propio proceso de reducción de la inflación, lo que se ha verificado en otras experiencias latinoamericanas de estabilización de los precios; sin embargo, el caso brasileño presenta al respecto algunos rasgos originales.

La disminución de la inflación no logró aquí los efectos positivos sobre las cuentas fiscales del mismo modo que lo hizo en otros países de la región. Una razón es que en Brasil, antes del Plan Real, los ingresos fiscales estaban mejor indizados sobre la inflación; de allí que el efecto Olivera-Tanzi sobre los ingresos públicos, si bien resultó significativo para los impuestos indirectos, no tuviera la misma intensidad que en otros casos. Del lado de los ingresos, también se introdujo un tributo sobre las transacciones financieras y se mejoró la recaudación. La mayor recaudación de impuestos indirectos parece haber sido una ganancia “de una vez” lograda en 1994 y 1995, en tanto que la recaudación de impuestos sobre la renta siguió mejorando en 1998 (cuadro 6).

CUADRO 6
PRINCIPALES INGRESOS TRIBUTARIOS, 1994-1998
(en porcentajes del PIB)

	1994	1995	1996	1997	1998
Ingresos tributarios totales	24.4	27.1	25.7	26.4	27.5
Impuesto sobre importaciones	0.4	0.7	0.5	0.6	0.7
Principales tributos sobre bienes y servicios	11.9	12.9	12.6	13.0	12.4
Tributos sobre la renta	3.9	4.9	4.6	4.6	5.7
Previsión social	6.0	6.8	6.1	6.1	5.4
Otros impuestos	2.1	1.8	1.9	2.1	3.2

Fuente: Sobre la base del *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números. La estimación se realizó sobre la base de los flujos mensuales de los impuestos y del PIB, que fueron valorados a precios del último mes de cada año, utilizando el Índice General de Precios, disponibilidad interna, como deflactor. Los impuestos sobre bienes y servicios considerados son: el Impuesto sobre productos industriales, el impuesto sobre operaciones financieras, el CPMF, las contribuciones para Finsocial/Cofins y para PIS/PASEP, y el impuesto sobre la circulación de mercaderías y servicios. Los tributos sobre la renta engloban al impuesto sobre la renta y la contribución sobre las ganancias de las personas jurídicas.

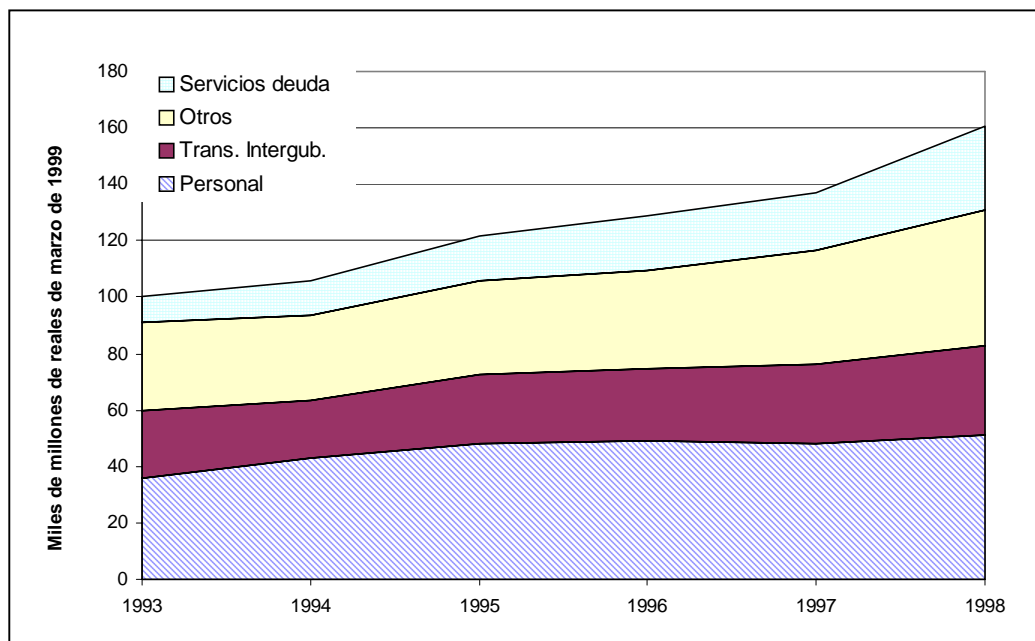
Si los ingresos fiscales aumentaron en una magnitud no despreciable, también lo hicieron los gastos. En efecto, en un ambiente de alta inflación, cualquier demora en sus pagos le permitía al gobierno disminuir sus gastos en términos reales. Una vez implantado el Plan Real, no solamente se perdió ese recurso, sino que algunos gastos aumentaron debido a reajustes posteriores; éste ha sido el caso, en particular, de gastos salariales en la función pública y de pagos del sistema público de previsión social, que siguieron al aumento real de 40% del salario mínimo en 1995. Otros gastos que aumentaron dicen relación con programas de salud y de reforma agraria y con la reestructuración del sistema bancario que fue presentada en el punto anterior. El gráfico 10 muestra la evolución, en valores constantes, de los gastos del Tesoro Nacional.

Como puede apreciarse, si bien la tendencia al aumento del gasto en términos reales es permanente, ésta es más acentuada en 1994-1995 y en 1998. En el primer subperíodo, la razón principal de este aumento es el gasto en personal, que en 1995 superó en un 33% a su valor de 1993. En cambio, el componente del gasto que más crece en 1998 es el servicio de las deudas interna y externa (casi 50% más elevado que en 1997).

Gráfico 10

EVOLUCIÓN A VALORES CONSTANTES DE LOS PRINCIPALES RUBROS DEL GASTO DEL TESORO NACIONAL

(en miles de millones de reales de marzo de 1999)

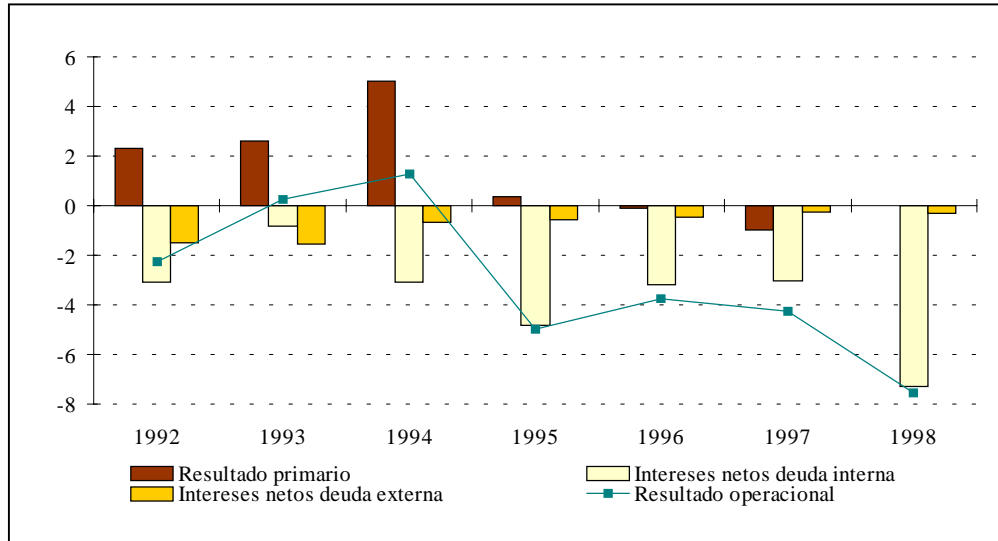


Fuente: sobre la base de IPEA, *Boletim Conjuntural*, varios números

El resultado de esta evolución de ingresos y gastos fiscales fue, en definitiva, un deterioro de los saldos fiscales. El saldo primario (que no incluye el pago de intereses) pasó de un excedente de 2,6% y 5,0% del PIB en 1993 y 1994, respectivamente, a un equilibrio o ligero déficit en los años siguientes. Este saldo alcanzaba para cubrir los pagos de intereses y dejar incluso un excedente operativo en 1994. Pero con el Plan Real desaparece el excedente primario, y se genera un importante déficit operacional (o, lo que es equivalente, una necesidad de financiamiento) a partir de 1995; su monto es aproximadamente igual al del pago de intereses de la deuda pública (gráfico 11).

En lo que se refiere a los pagos de intereses netos, puede comprobarse que mientras los correspondientes a la deuda pública externa disminuyen como porcentaje del PIB, los intereses sobre la deuda pública interna crecen rápidamente. En el primer fenómeno influyen la acumulación de reservas lograda hasta 1998 (cuya remuneración disminuye el pago neto de intereses) y el fuerte aumento del PIB medido en dólares corrientes. Tras del segundo está el problema de la creciente deuda interna (gráfico 12), al que nos referiremos a continuación.

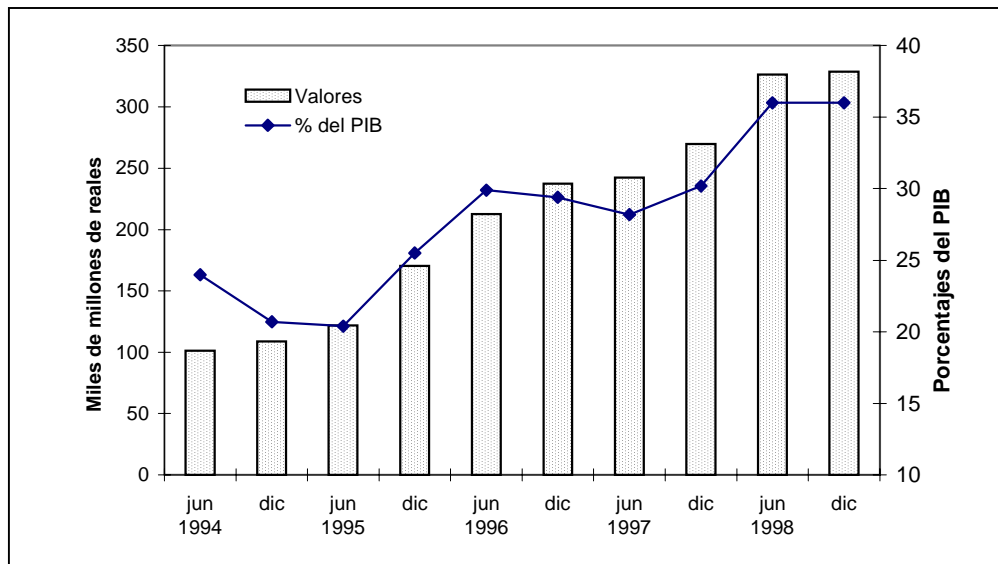
Gráfico 11
BRASIL: RESULTADO PRIMARIO, PAGO DE INTERESES Y RESULTADO OPERACIONAL
DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO ^{a/}
 (porcentajes del PIB)



Fuente: Sobre la base del *Boletim do Banco Central do Brasil*.

Nota: a/ El resultado operacional es la suma del resultado primario y del pago de intereses reales netos (con signo negativo).

Gráfico 12
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA INTERNA NETA DEL SECTOR PÚBLICO
 (en miles de millones de reales y porcentajes del PIB)



Fuente: *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números

El paso de una deuda pública interna neta de 100 mil millones de reales en 1994 a una de más de 330 mil millones a fines de 1998³² se debe a varias razones. A la acumulación de reservas y la política monetaria del Banco Central para esterilizar sus efectos, es posible atribuirles una parte de ese incremento: entre el primer trimestre de 1995 y el primer trimestre de 1996, las reservas internacionales crecieron en 22 mil millones de dólares, la base monetaria sólo aumentó en 600 millones de reales (lo que significó una reducción en dólares), y la deuda interna se incrementó en 61 mil millones de dólares.³³

Una parte central del incremento de la deuda pública interna aparece vinculada a la reestructuración del sistema bancario, que como vimos en el punto anterior, insumió montos cercanos a los 100 mil millones de reales. En este caso se conjugan dos orígenes: uno meramente bancario asociado a los problemas de la banca privada y pública en sus operaciones habituales; otro, asociado a los bancos de los Estados que habían jugado un papel importante en el financiamiento de esos Estados, y que tiene por tanto un origen público fiscal. Para complicar la relación monetaria y fiscal, los bancos estatales habían colocado documentos respaldados por el Banco Central, por lo que la consolidación de estos bancos tuvo como consecuencia el incremento de deuda del Banco Central en manos del público. Este incremento de la deuda pública federal no se refleja plenamente en las cifras de deuda neta presentadas en el gráfico 12, ya que se trata de una sustitución de deuda de los Estados y sus bancos por deuda federal en manos del público.

Asimismo, debe tenerse presente que la tasa de interés se mantuvo permanentemente alta. En 1994 para atraer capital externo al lanzarse el Plan Real, en 1995 por el efecto de las crisis mexicana y argentina y para desacelerar la economía, en 1997 y 1998 por las crisis asiática y rusa. Así, la renovación de la deuda inicial significa por lo menos otros 100 millones. A la vez, como es sabido esa tasa explica, al menos parcialmente, las decisiones de parte del sector productivo de mantener sus fondos en el sector financiero.

Es de notar que el incremento de la deuda pública, tanto interna como externa, se produjo pese a un importante proceso de privatización de activos públicos, que implicó ingresos por 68 mil millones de dólares entre 1993 y 1998. En contrapartida, la deuda aumentó con el reconocimiento de pasivos que no estaban debidamente registrados y que se arrastraban de épocas anteriores (los llamados “esqueletos”), entre los que se incluye el Fondo de Compensación Salarial del Sistema de Vivienda, entre otros. La estructura de la deuda pública interna fue modificándose, pasando de un predominio de bonos con tasas prefijadas a uno de títulos a interés flotante (75,1% del saldo total en diciembre de 1998) o denominados en dólares (21,0% del saldo en esa misma fecha). Tal evolución se produce esencialmente a partir del cuarto trimestre de 1997, a medida que aumentaba la volatilidad de la tasa de interés y el riesgo de devaluación. Esto hace que una medida como la subida de las tasas de interés lleve a un importante incremento, tanto del saldo de la deuda como del servicio de intereses. Por su parte, el servicio de la deuda externa neta debería incrementarse significativamente a partir de 1999 como consecuencia de la devaluación, la reducción de las reservas y el endeudamiento contraído con motivo del acuerdo firmado recientemente con el Fondo Monetario Internacional.

³² Expresado en dólares corrientes, esto representa un incremento de unos 170 mil millones. Debe notarse que estas cifras corresponden al concepto de “deuda pública neta”, que será comentado más adelante. Sus componentes principales eran los títulos de deuda del Tesoro Nacional (219 mil millones de reales en diciembre de 1998, excluyendo los que estaban en la cartera del Banco Central) y los títulos emitidos por el Banco Central (105 mil millones de reales en diciembre de 1998).

³³ “Además del impacto de la crisis bancaria y de los giros del PROER a fines de 1995, el nivel de liquidez de la economía está siendo presionado básicamente por el ingreso de recursos externos. Los títulos que reflejan el aumento de reservas internacionales son los Bonos del Banco Central – BBCs, cuyo crecimiento desde el inicio del Real hasta junio de 1997 fue de 226%.” Véase Gerson Gomes, *Tres años de Real: a desorganização da economia*, gabinete de la diputada federal María da Conceição Tavares, Brasilia, agosto de 1997.

Debe destacarse que el análisis llevado a cabo se basa en las cifras de la deuda pública neta, que son las que se publican normalmente. Ahora bien, la noción de deuda pública neta (es decir, la deuda emitida a la que se le descuentan acreencias de diverso tipo) puede resultar algo difícil de interpretar, ya que la calidad y exigibilidad de las acreencias que se contabilizan son a veces muy bajas. Así, un estudio sobre la deuda pública federal interna neta a diciembre de 1997, la cifraba en 321 mil millones de reales, mientras que según las cifras oficiales sólo llegaba a 150 mil millones de reales. La diferencia se debía principalmente a que ese estudio no contaba entre las acreencias públicas los créditos considerados incobrables, destinados especialmente a los Estados y las instituciones financieras; asimismo, no contabilizaba determinados activos (como los recursos del Fundo do Amparo ao Trabalhador), que por tener un destino especificado por ley, no son utilizables para cancelar pública.³⁴ Una proyección que ese mismo estudio realiza para septiembre de 1998 arroja una deuda federal neta (interna y externa) de 420 mil millones de reales (o 47.9 % del PIB), frente al valor oficialmente registrado de 202 mil millones (19.5% del PIB). Naturalmente, la deuda pública neta total no crecería en los mismos montos, ya que en esta estimación se eliminan, por incobrables, las deudas de los Estados con el Estado Federal (cerca de 8% del PIB). De hecho, las dificultades de los gobiernos estatales por servir sus deudas los llevaron a reclamar la revisión de su acuerdo de reestructuración de deudas con el gobierno; este fue uno de los detonadores de la crisis, en enero de 1999.

En resumen, mientras el gobierno veía en el frente fiscal el principal desafío para consolidar la estabilización de los precios y el proceso de reformas, constataba que el desequilibrio fiscal aparecía e iba en aumento a partir precisamente del Plan Real. Para explicar esa aparente paradoja, el gobierno distinguía entre problemas estructurales del sector público y los efectos de la inflación y la estabilización de los precios: el equilibrio fiscal operacional anterior al Plan Real era, desde su punto de vista, engañoso, ya que la inflación enmascaraba los desequilibrios fundamentales; la estabilización no creaba el problema, pero al eliminar el paliativo, obligaba a encontrar soluciones estructurales, lo que requería tiempo y nuevas leyes, cuando no reformas constitucionales. Esta interpretación insiste así en los factores que están detrás de un incremento de los gastos no financieros mayor al de los ingresos fiscales, y que eliminaron el excedente primario. Un componente estructural importante citado es el de la previsión social, donde se estima que el gobierno federal tiene un gasto que supera en cerca de siete veces los ingresos. A la vez, en los últimos dos años del Plan Real, se siguieron ampliando los beneficios pese a que, por la limitación del crecimiento económico y del salario real, no hubo posibilidad de incrementar simultáneamente los ingresos. Pero no destaca debidamente ni el costo de la solución del problema bancario ni los costos fiscales que supuso el mantener elevada la tasa de interés, situación que, a su vez fue fruto en 1997 y 1998 de la subestimación de la vulnerabilidad externa en las condiciones de déficit comercial en balanza de pagos y de los compromisos con el tipo de cambio. Estos dos elementos (la reestructuración bancaria y la política de tasas de interés), siendo centrales en la estructura del Plan Real, son también los que más influyeron en el deterioro de la situación fiscal.

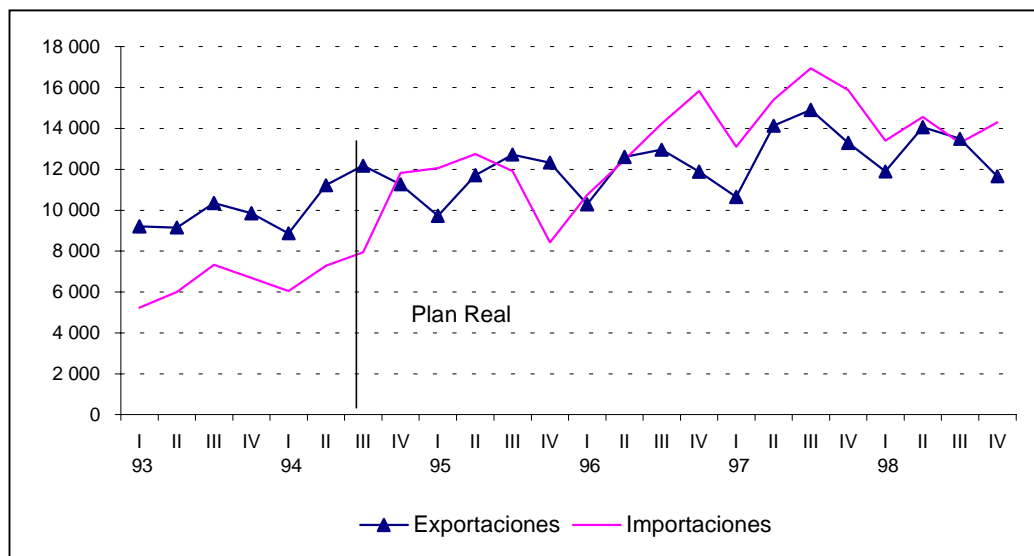
³⁴ Véase Carlos Eduardo de Freitas, *A reavaliação da dívida pública federal brasileira*, Investigación contratada por la CEPAL, Brasília, diciembre de 1998.

5. El sector externo

a) Evolución de los saldos externos

Con la valorización de la moneda brasileña y la aparición de desequilibrios de balance de pagos, el frente externo se convirtió tempranamente en un tema de debate. La balanza comercial, que había mostrado un saldo fuertemente positivo desde principios de los años ochenta hasta 1994, pasó a ser deficitaria a partir de 1995 (gráfico 13). Simultáneamente, la cuenta corriente, cuyo saldo había sido positivo o ligeramente negativo desde 1984, se sume en déficits significativos y crecientes: 18 mil millones en 1995, 23 mil millones en 1996, más de 33 mil millones en 1997. Esta evolución obedeció principalmente al rápido aumento de las importaciones. En efecto, las exportaciones a precios corrientes siguieron una tendencia creciente (8% de aumento anual entre 1994 y 1997), pero muy inferior al de las importaciones, que en el mismo período crecieron 26% en promedio anual. También crecieron sensiblemente los pagos de servicios financieros, especialmente los de utilidades.

Gráfico 13
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES TRIMESTRALES
DE BIENES, 1993-1998
 (en miles de dólares corrientes)



Fuente: sobre la base del *Boletim do Banco Central do Brasil*.

Esta evolución recibió dos lecturas divergentes. Para algunos observadores, ese era el resultado natural de la combinación de la apertura comercial, la apreciación del real y la brusca entrada de capitales, muchos de ellos de corto plazo y de carácter especulativo. Tal evolución incrementaba los pasivos externos, exponía a una competencia desleal a los productores de transables, y no era sostenible en el mediano plazo.³⁵

Otros economistas, en especial los que integraban el gobierno, restaban dramatismo al déficit externo. Desde su punto de vista, el rápido aumento de las importaciones obedecía principalmente a una corrección respecto de niveles anormalmente bajos; ese aumento era parte de las transformaciones estructurales en curso, cuyo objetivo era aumentar la productividad, para lo cual era menester incorporar bienes de capital importados y aumentar la “penetración” de importaciones en la industria brasileña, acorde con una mayor globalización de la economía. En ese marco, el tener un desequilibrio en cuenta corriente sería signo de vitalidad más que de debilidad, y un factor útil para el desarrollo; ello no significaba tener que adoptar una posición pasiva en la cuenta de capitales, pudiendo favorecerse la entrada de capitales de largo plazo (idealmente, inversión extranjera directa) por sobre la de flujos de corto plazo.³⁶ En cuanto a la deuda externa, su

³⁵ Puede consultarse, en particular, las entrevistas a Paulo Nogueira Batista Júnior, Antônio Delfim Netto y Maria Conceição Tavares, al *Jornal dos Economistas*, reeditadas en *Visões da crise*, Editorial Contraponto, Rio de Janeiro, octubre de 1998, así como el artículo de Franklin Serrano, *Tequila or Tortilla? Notes on the Brazilian economy in the Nineties*, IE/Universidad Federal de Río de Janeiro, enero de 1998.

³⁶ “Ningún economista habrá de cuestionar la funcionalidad de los déficits en cuenta corriente para una economía emergente, o el hecho que el recurso al ahorro externo nos permite crecer más que sin él. (...) Desde la invención del desarrollo económico, las economías emergentes siempre funcionaron así, buscando utilizar al máximo las oportunidades de inversión dentro de casa, debiendo recurrir para ello al endeudamiento externo. La cuestión de la “dependencia” de capitales extranjeros es también engañosa. Cualquier país puede, teóricamente, reducir esa “dependencia” a niveles mínimos, y algunos países de hecho intentaron estrategias de ese tipo, registrando todos ellos fracasos resonantes (...). Desde el inicio del Plan Real, hubo claridad de que sería una tontería que Brasil dejara de lado el ahorro externo y mantuviera una cuenta corriente en equilibrio, como teníamos en 1992, lo que, lejos de ser muestra de vitalidad económica, era un efecto que aún perduraba del aislamiento en el que nos sumimos frente a la crisis de 1982”. Gustavo Franco, entonces Presidente del Banco Central de Brasil, Exposición a la Comisión de Asuntos Económicos del Senado Federal, 17 de junio de 1998 (en www.bcb.gov.br/htms/artigos/).

crecimiento en términos brutos no era un tema de preocupación, en la medida en que los intereses pagados eran moderados como porcentaje del PIB, y que la acumulación de reservas reducía la “deuda externa neta” del gobierno, al punto que el Presidente del Banco Central pudo anunciar, en marzo de 1998, que la deuda externa neta del gobierno federal era negativa. Niveles elevados de reservas internacionales resguardaban, desde este punto de vista, la continuidad de la política cambiaria, y funcionarían como un “seguro” contra “perder una década entera con maxidevaluaciones, hiperinflación y estancamiento de la economía, como ocurrió en 1982 (cuando no teníamos reservas ni política económica digna de ese nombre)”.³⁷ Los intereses cobrados sobre esas reservas eran menores a lo pagados sobre la deuda pública interna emitida para neutralizar la emisión debido a la acumulación de reservas, pero ese costo sería pequeño, en comparación con los beneficios obtenidos: “¿cuánto vale un seguro contra una década perdida?”³⁸

Tal alivio podría ser sólo aparente, como lo señalaban otros analistas.³⁹ Por una parte, de los dos componentes de la “deuda externa neta”, uno de ellos (las reservas internacionales) es mucho más volátil que el otro (la deuda externa bruta), y puede reducirse rápidamente. Por otra parte, se ha generado durante los años del Plan Real una masa importante de pagos financieros (intereses y utilidades) que generan un déficit en el rubro servicios de la balanza de pagos de difícil compresión.⁴⁰ El gráfico 14 ilustra una considerable estabilidad de ese déficit durante los años noventa, medido como porcentaje de las exportaciones de bienes. Tras una mejoría entre 1990-1991 (años de exportaciones deprimidas) y 1994, ese indicador experimenta un progresivo incremento desde 20% a casi 40%. En contraste, el saldo en cuenta corriente conoce fuertes oscilaciones, determinadas principalmente por el saldo comercial.

³⁷ Véase Gustavo Franco, *A dívida externa acabou?*, en www.bcb.gov.br/artigos/

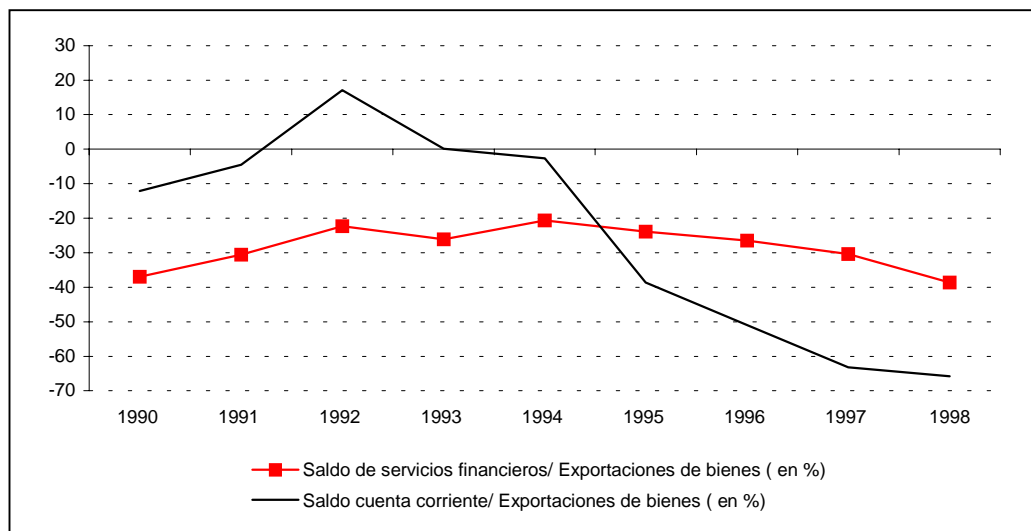
³⁸ *Ibid.*

³⁹ Por ejemplo, Paulo Nogueira Batista Jr. alertaba a principios de 1998: “La deuda externa sigue creciendo, y su servicio continúa aumentando. Esto no está siendo percibido, en parte, porque hemos conseguido refinanciarla y, en parte, porque la composición de la cuenta de capitales cambió mucho. Gran parte de esta cuenta ya no está formada por flujos que aparecen como endeudamiento. Son inversiones en bolsas de valores, inversiones directas y adquisiciones de empresas brasileñas. Por ese motivo, en este nuevo ciclo, el crecimiento del saldo de la deuda externa, o del servicio de esa deuda, no es tan impresionante. Pero eso es engañoso: estamos acumulando pasivos externos en montos muy superiores a los de la deuda *stricto sensu*. Es la forma lo que cambió. No solamente tenemos pasivos financieros, sino también pasivos con inversores en la bolsa, con compradores de empresas nacionales y otros. El resultado, obviamente, es el aumento de las remesas de utilidades y dividendos y eventuales repatriaciones de capital. Al comienzo, es una maravilla: las bolsas suben, aumenta la capacidad para importar, somos clasificados como un prometedor “mercado emergente”. Nadie tiene el coraje de frenar el proceso en esta fase. Pero cuando hay una reversión, la desestabilización de los mercados domésticos es rápida y fulminante. El problema está siendo, nada más, postergado. En realidad, estamos creando las condiciones para una nueva crisis de endeudamiento”. Véase *Visões da crise*, op. cit., pp. 124 y 125.

⁴⁰ Sobre esta base, algunos autores hablan de “déficit estructural”: “Los factores de expansión del déficit estructural están asociados a la propia mecánica del modelo de estabilización, tendiendo, en estas circunstancias, a ampliarlo continuamente: el aumento del flujo de comercio provoca el crecimiento de los gastos de transporte; el esquema de financiamiento del déficit externo genera el crecimiento tanto de los gastos de intereses cuanto de las remesas de utilidades”. Véase Gerson Gomes, *Tres anos de real: a desorganização da economia*, Gabinete de la Diputada Federal Maria da Conceição Tavares, Brasília, agosto de 1997.

Gráfico 14

**SALDO DE LOS SERVICIOS FINANCIEROS Y DE LA CUENTA CORRIENTE
COMO PORCENTAJE DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES, 1990-1998**



Fuente: Sobre la base del *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números.

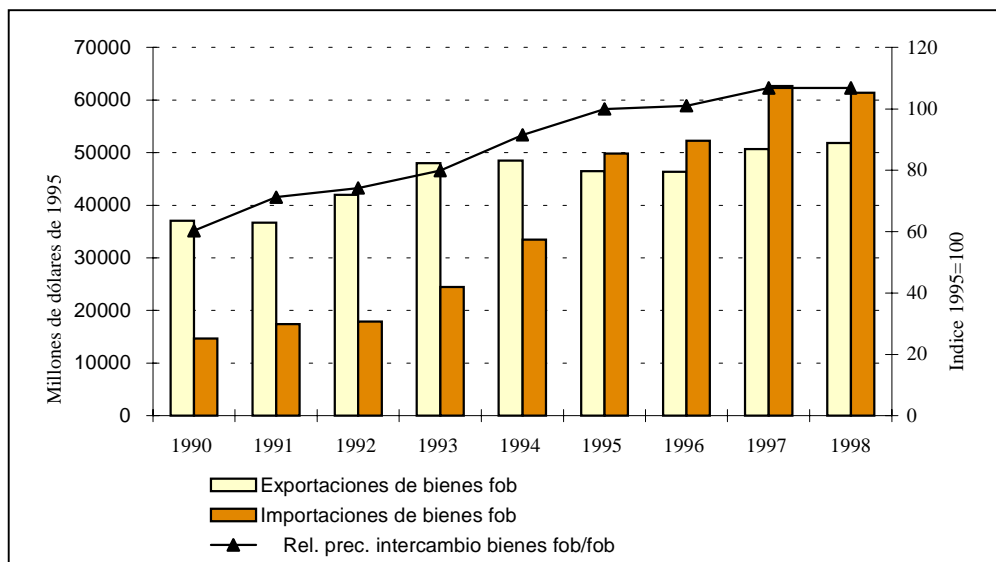
El saldo de servicios financieros presenta pues un déficit duradero, que no disminuye necesariamente con la depresión económica y la devaluación, a diferencia del desequilibrio comercial.⁴¹ Esta consecuencia del incremento de la deuda externa y de la inversión directa y de portafolio está llamada a gravitar sobre la balanza de pagos en los lustros por venir.

En cuanto a la expansión de las exportaciones que se esperaba en base a las ganancias en productividad, debe constatar que ésta aún no se ha producido. El moderado incremento que muestra el gráfico 13 se debe a un aumento de los valores unitarios, en tanto el volumen exportado osciló en torno a los niveles de 1993. No ocurre lo mismo con las importaciones, que en precios constantes crecieron más rápido que en valores, multiplicándose por 2,6 entre 1993 y 1997 (gráfico 15). En otras palabras, Brasil se ha beneficiado de una notable mejoría en la relación de los precios del intercambio durante los años noventa, y en particular durante el Plan Real, con un aumento de 34% de ese índice. La continuidad de tal situación era dudosa, introduciendo un nuevo elemento de fragilidad en el sector externo, que se sumaba al aumento del pasivo externo ya mencionado.⁴²

⁴¹ En efecto, si bien es probable que las empresas extranjeras obtengan menos utilidades en un marco recesivo, en tales circunstancias los países enfrentan un encarecimiento del crédito externo.

⁴² "El pasivo externo ha crecido 10% al año, mientras la economía crece a 3%. (...) El riesgo que corremos para financiar ese proceso es inmenso y creciente, principalmente porque dependemos de factores sobre los cuales no tenemos control. Infelizmente, los precios de nuestras exportaciones caerán algún día, pues es así como funcionan las cosas. Si el quantum no estuviera aumentando, tendremos un estrangulamiento instantáneo." Véase Antônio Delfim Netto, en *Visões da crise*, op. cit., p. 153.

Gráfico 15
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES E IMPORTACIONES DE BIENES A PRECIOS CONSTANTES, Y DE LA RELACIÓN DE PRECIOS DEL INTERCAMBIO, 1990-1998



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales

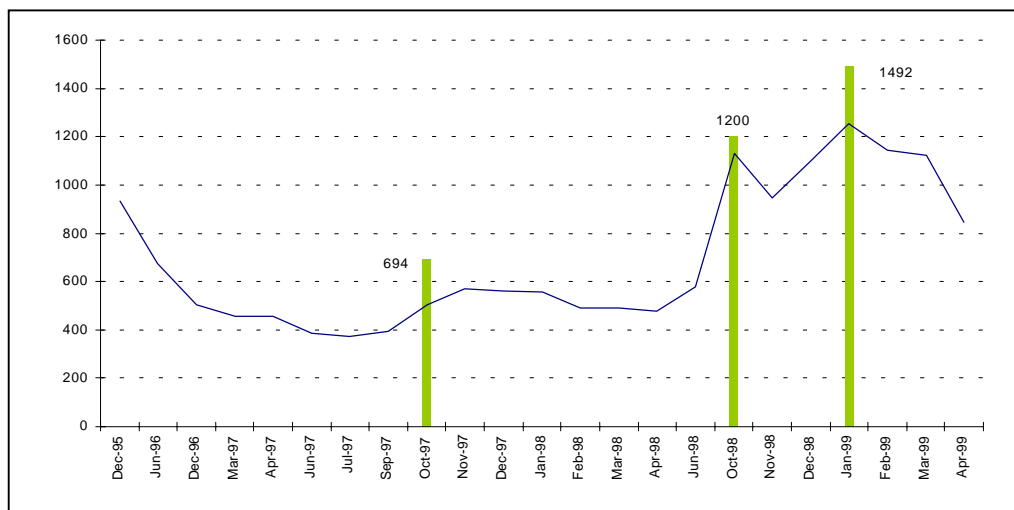
En definitiva, la tesis oficial transmitida por el entonces presidente del Banco Central parecía subestimar la vulnerabilidad del sector externo brasileño, al no considerar lo excepcional de algunos factores positivos⁴³, ni los efectos que los cambios en el sistema financiero internacional pueden tener sobre los países, aun cuando éstos tengan el tamaño de Brasil y hayan acumulado importantes reservas internacionales. Una indicación de esa vulnerabilidad, que en las condiciones actuales también afecta a numerosos países latinoamericanos, está dada por la extraordinaria subida de los *spreads* de sus títulos de deuda pública externa, que el gráfico 16 muestra. En él se puede seguir con alguna perspectiva la evolución, en promedios mensuales, y también los valores máximos alcanzados en tres situaciones críticas: las correspondientes a la crisis bursátil asiática de octubre de 1997, a la moratoria rusa, y a la propia devaluación de la moneda brasileña.

⁴³ “Estamos frente a condiciones extremadamente favorables. En dólares reales, el petróleo cuesta hoy 1/10 de lo que costaba en 1982; la tasa de intereses es de 6% contra 21% en esa época. Aún así, tendremos en 1998 un déficit en cuenta corriente superior a 30 mil millones de dólares. Imaginen si hubiera un movimiento en falso... Estaremos perdidos”. Antônio Delfim Netto, *op. cit.*, p. 149.

Gráfico 16

**MARGEN SOBRE LOS TÍTULOS PÚBLICOS “C-BOND”, PROMEDIOS MENSUALES
Y VALORES MÁXIMOS ALCANZADOS EN CRISIS**

(puntos básicos sobre el rendimiento de los bonos del Tesoro de EEUU)



Fuente: Bradynet y West Merchant Bank.

b) Apertura comercial y estructura del comercio

La apertura económica, y en especial el incremento de las importaciones, tienen un impacto sobre la estructura productiva y sobre el desempeño sectorial en términos de producto, empleo y productividad; representan un cambio en el marco de la actividad económica que corresponde examinar con una perspectiva de mediano y largo plazo.

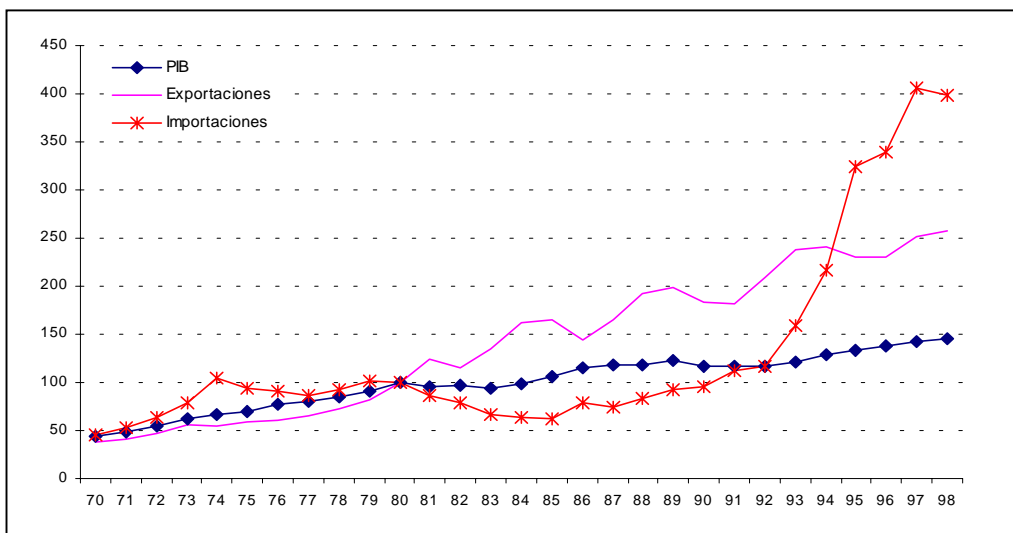
La reducción de los aranceles a la importación se produjo esencialmente entre 1987 y 1992, pasando de algo más de 50% a 15%⁴⁴; a esa disminución se agregó la constitución de la unión aduanera imperfecta del Mercosur, que ya ha liberado de derechos a gran parte de las posiciones arancelarias. Las importaciones crecen fuertemente a partir de 1993, cuando la economía entra en una senda de recuperación, y siguen aumentando luego, favorecidas por un tipo de cambio apreciado y por facilidades de financiamiento. No hay antecedentes en la historia económica reciente del Brasil de un crecimiento tan rápido de las importaciones (gráfico 17); éste superó ampliamente al que se produjo con el primer shock petrolero, con el agregado que, en aquella ocasión, el aumento se concentró en un producto que no era competitivo con la producción interna. En este caso, el aumento de las importaciones no solamente ha repercutido sobre la balanza de pagos, sino que representó una modificación significativa en la composición de la oferta global, pudiendo desplazar producción interna.

⁴⁴ Según datos de ALADI, los aranceles de importación pasaron de un promedio (ponderado por el número de posiciones arancelarias) de 50% en 1987 a uno algo menor de 15% en 1993. Véase CEPAL, División de Estadísticas y Proyecciones económicas, *Estrategia de apertura comercial; planteo teórico y evidencias empíricas*, LC/R.1732, 19 de junio de 1997.

Gráfico 17

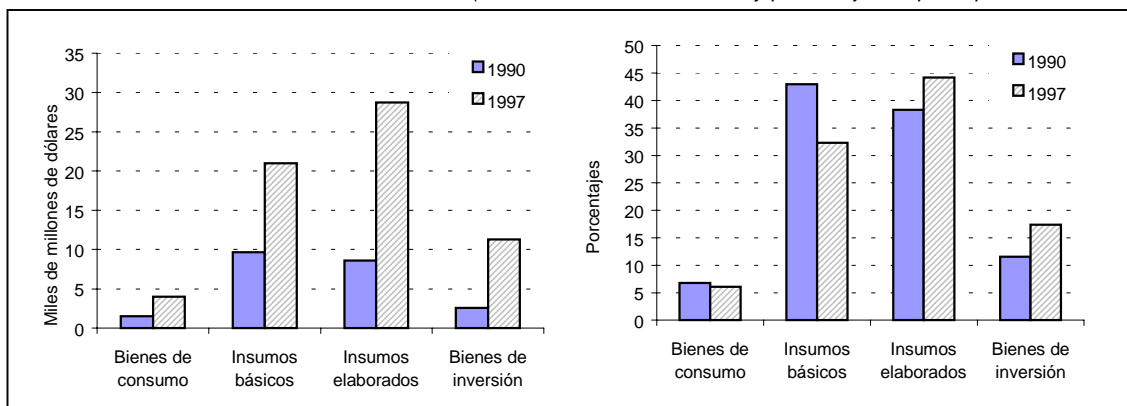
**EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO, LAS EXPORTACIONES
Y LAS IMPORTACIONES, 1970-1998**

(sobre la base de dólares constantes, índices 1980 = 100)



Fuente: CEPAL, División de Estadísticas y Proyecciones Económicas, series anuales del balance de pagos y de cuentas nacionales.

Para examinar este punto, corresponde pues analizar la composición de las importaciones. Puede comprobarse, en primer lugar, que el aumento de las importaciones ha sido generalizado durante los años noventa, aunque con algunos cambios en su composición. En efecto, se observa que el crecimiento más rápido se dio para las importaciones de bienes de capital, que incrementan su participación de 11.6% a 17,4% de las importaciones totales, y para las de insumos elaborados, que crecen de 38.3% a 44.2%. La contraparte es la pérdida de participación de las importaciones de insumos no elaborados (con el petróleo que pasa de 20% de las importaciones en 1992 a 9.5% en 1997 y sólo 7.5% en 1998), en tanto los bienes de consumo se mantienen en torno al 6% (gráfico 18). De este modo, se constata un aumento de la participación de los productos elaborados (bienes de consumo, insumos elaborados y bienes de capital) respecto a los bienes no elaborados, constituidos por insumos de tipo básico, que de representar 43.0% de las importaciones en 1990 pasan a 32.3% en 1997.

COMPOSICIÓN DE LAS IMPORTACIONES BRASILEÑAS POR TIPO DE PRODUCTO, 1990 Y 1997*(miles de millones de dólares y porcentajes de participación en el total)*

Fuente: CEPAL, Badecel. La clasificación de las importaciones en categorías económicas se realizó sobre la base de la relación entre los productos clasificados según CUCI Rev. 3 y la Clasificación por Grandes Categorías Económicas (CGCE), expuesta en el *Cuaderno Estadístico de la CEPAL* N° 25, julio de 1998.

El incremento de las importaciones de bienes de capital y de los bienes intermedios elaborados se vinculan a una reestructuración del aparato productivo. Por una parte, se ha operado una renovación de equipos y maquinaria, en particular en el sector industrial, aprovechando condiciones favorables de costos para los bienes de capital importados (gracias entre otros factores a la apreciación de la moneda nacional y a líneas de crédito baratas de proveedores) y un crecimiento de la demanda interna. Por otra parte, el incremento de las importaciones de insumos elaborados parece reflejar un patrón ya verificado en otras economías de la región que llevaron a cabo procesos de apertura comercial: una sustitución de insumos nacionales para la industria por insumos importados. Este movimiento ya se puede percibir comparando el origen (nacional o importado) de los insumos de la industria de 1993 y 1995, es decir inmediatamente antes y después del inicio del Plan Real. En apenas dos años,⁴⁵ la proporción de insumos importados de la industria manufacturera aumenta de 8.5% a 10.1%, incremento que es significativo si se tiene en cuenta que entre esos insumos hay muchos servicios que son esencialmente no transables. Los incrementos más importantes se produjeron en la industria automotriz y en la productora de maquinaria y equipos (cuadro 7).

Es de notar que la misma tendencia se observa en el consumo final de los bienes de capital: si en 1990 solamente 11% de la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo correspondía a bienes importados, en 1993 y 1994 ese porcentaje había trepado a 25%, y en 1997 a 41% (cuadro 8).

⁴⁵ No fue posible elaborar datos para años posteriores a 1995, al no contar con la información básica requerida, pero de acuerdo a la evolución ya descrita de la composición de las importaciones, esta tendencia se habría profundizado en los años siguientes.

Cuadro 7

**PROPORCIÓN DE INSUMOS IMPORTADOS SOBRE LOS INSUMOS TOTALES
EN EL CONSUMO INTERMEDIO DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA, 1993 Y 1995**
(porcentajes)

	1993	1995
Agroindustria	3.0	3.6
Automotriz	8.6	12.6
Carpintería, fabricación de artículos de madera y mobiliario	2.3	2.5
Industria textil, vestuario y calzado	8.8	10.2
Industrias diversas	4.6	5.8
Maquinaria y equipos	12.5	17.8
Papel, caucho y química	14.0	15.5
Transformación de minerales	6.4	7.1
Total industria manufacturera	8.5	10.1

Fuente: Elaborado sobre datos de Cuentas Nacionales del IBGE, utilizados para la elaboración de las matrices de insumo-producto de 1993 y 1995.

Cuadro 8

**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO: MAQUINARIA Y EQUIPOS,
POR ORIGEN NACIONAL E IMPORTADO, 1990 Y 1997**

Año	Precios corrientes				Precios del año anterior			
	Nacional		Importado		Nacional		Importado	
	1 000 R\$	%	1 000 R\$	%	1 000 R\$	%	1 000 R\$	%
1990	709	89.4	84	10.6	-	-	-	-
1991	2 686	78.6	732	21.4	673	85.9	110	14.1
1992	23 861	74.9	8 000	25.1	2 449	75.9	777	24.1
1993	537 777	75.5	174 227	24.5	16 645	65.2	8 906	34.9
1994	15 715 413	74.7	5 333 894	25.3	648 667	70.9	266 167	29.1
1995	28 642 221	68.7	13 043 445	31.3	15 751 558	64.3	8 760 921	35.7
1996	26 773 624	65.1	14 384 906	35.0	24 108 157	62.6	14 389 529	37.4
1997	26 975 319	58.8	18 901 074	41.2	28 647 778	57.6	21 059 502	42.4

Fuente: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Departamento de Contas Nacionais.

En lo que hace a las exportaciones, su composición en términos de productos básicos o elaborados prácticamente no cambió entre 1990 y 1997: la participación respectiva era de 42.3% y 57.7% en 1990, y de 42.6% y 57.4% en 1997. Esta estabilidad en la composición de las exportaciones, frente al fuerte incremento y cambio en la composición de las importaciones, ha generado un saldo comercial por tipo de bienes muy diferente al de principios de los noventa. Así, en el vuelco 21 mil millones de dólares (desde un excedente de 8900 millones de dólares a un déficit de 12100 millones), es de notar el desempeño del comercio de los insumos elaborados, que de un excedente de 3600 millones de dólares pasó a un déficit de 10200, y de los bienes de capital, que llevan su déficit desde 760 millones a 7400 millones, siempre entre 1990 y 1997.

Otro aspecto relevante es el cambio en los orígenes y destinos del comercio exterior. En las importaciones, se observa una fuerte disminución de la participación de los países de la OPEP como proveedores, entre 1990 y 1997, y ello debido a varios factores: disminución de las importaciones de petróleo como proporción de las importaciones totales (debido a menores precios y a una tasa de crecimiento de su volumen inferior a la tasa promedio), y cambio de proveedores, al pasar a comprar petróleo a la Argentina. Los países del Mercosur y de Asia del Este aumentan su importancia como proveedores, los primeros en base a ventas de insumos (sobre todo, básicos), y los segundos principalmente con mayores ventas de bienes de consumo (cuadro 9). Los Estados Unidos se afirman como el primer país proveedor, seguido en 1997 por la Argentina, cuya participación se duplica de 6.7% en 1990 a 13.2% en 1997.

Cuadro 9
ORIGEN DE LAS IMPORTACIONES BRASILEÑAS POR TIPO DE PRODUCTO, 1990 Y 1997
(en porcentajes)

1990	Consumo	Insumos Básicos	Insumos Elaborados	Bienes de Capital	Total
Estados Unidos	25.3	8.9	29.0	26.6	19.8
Mercosur	27.3	13.8	7.1	3.1	10.9
Comunidad Europea	26.5	7.9	30.9	44.0	22.2
OPEP	0.1	50.9	1.2	0.1	22.4
Asia del Este	17.5	4.9	12.2	17.0	10.0
Resto de América Latina y el Caribe	1.7	5.6	7.0	0.7	5.3
Resto del mundo	1.6	8.0	12.7	8.5	9.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1997	Consumo	Insumos Básicos	Insumos Elaborados	Bienes de Capital	Total
Estados Unidos	16.5	16.3	26.6	29.3	23.1
Mercosur	14.7	30.0	8.7	6.6	15.6
Comunidad Europea	23.0	12.9	30.9	38.5	25.9
OPEP	2.6	17.0	2.4	0.1	6.7
Asia del Este	32.5	7.2	15.1	17.6	14.1
Resto de América Latina y el Caribe	4.8	5.8	5.6	1.5	4.9
Resto del mundo	5.9	10.8	10.8	6.5	9.7
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: CEPAL, Badecel. La clasificación de las importaciones en categorías económicas se realizó sobre la base de la relación entre los productos clasificados según CUCI Rev. 3 y la Clasificación por Grandes Categorías Económicas (CGCE), expuesta en el *Cuaderno Estadístico de la CEPAL* N° 25, julio de 1998.

En cuanto al destino de las exportaciones brasileñas, destaca el fuerte aumento de las ventas al Mercosur, cuya participación pasa de 4.2% a 17.1% del total; de este modo, Brasil ha logrado diversificar aún más los destinos de sus exportaciones (cuadro 10). En particular, el Mercosur absorbió en 1997 parte importante de las exportaciones brasileñas de productos elaborados: 36% de

sus exportaciones de bienes de capital. 21% de las de bienes de consumo y 19% de las de insumos elaborados. Mientras las exportaciones brasileñas al Mercosur eran principalmente de productos elaborados (72% del total en 1997), las exportaciones de Mercosur a Brasil son predominantemente de insumos básicos: éstos alcanzaban a 62% de las compras de Brasil al Mercosur en 1997. Estas tendencias marchan en sentido contrario a las constatadas para el resto del comercio exterior.

Cuadro 10
DESTINO DE LAS EXPORTACIONES BRASILEÑAS POR TIPO DE PRODUCTO, 1990 Y 1997
(en porcentajes)

1990	Consumo	Insumos Básicos	Insumos Elaborados	Bienes de Capital	Total
Estados Unidos	43.8	20.6	21.6	25.7	24.2
Mercosur	4.5	3.2	4.6	8.1	4.2
Comunidad Europea	25.5	42.2	26.1	21.8	32.6
OPEP	5.4	3.7	7.1	8.9	5.6
Asia del Este	5.0	12.5	23.6	5.1	15.5
Resto de América Latina y el Caribe	6.8	3.8	7.5	19.2	6.5
Resto del mundo	9.0	13.9	9.5	11.1	11.4
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1997	Consumo	Insumos Básicos	Insumos Elaborados	Bienes de Capital	Total
Estados Unidos	29.8	11.2	20.6	14.1	17.5
Mercosur	20.6	11.1	18.8	35.9	17.1
Comunidad Europea	21.6	38.5	20.1	9.6	27.4
OPEP	5.5	5.0	4.4	5.5	4.9
Asia del Este	7.4	12.4	18.3	4.4	13.2
Resto de América Latina y el Caribe	4.8	5.5	9.0	20.2	7.7
Resto del mundo	10.4	16.2	8.8	10.2	12.3
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Fuente: CEPAL, Badecel. La clasificación de las importaciones en categorías económicas se realizó sobre la base de la relación entre los productos clasificados según CUCI Rev. 3 y la Clasificación por Grandes Categorías Económicas (CGCE), expuesta en el *Cuaderno Estadístico de la CEPAL* N° 25, julio de 1998.

6. Reactivación y transformaciones de la estructura productiva

Además de su objetivo antiinflacionario, el Plan Real era visto por las autoridades como un punto de quiebre en el desarrollo económico brasileño, tras varios años de lento crecimiento y de tasas de inversión relativamente bajas. Las reformas estructurales, la política macroeconómica y la propia reducción de la inflación, con sus variaciones de precios relativos, generaron fuertes modificaciones en el marco de la actividad económica. Estos cambios debían inducir, según el objetivo explícito del gobierno, no solamente una reactivación económica, sino también un proceso de modernización y nuevas inversiones en el sector productivo, capaz de incrementar su competitividad. En el mediano plazo, ésta debía dar lugar a un auge de las exportaciones que reequilibraría el balance de pagos, cuyo deterioro se expuso en el punto 5 de este trabajo. En esta sección, se considerará qué respuesta se ha obtenido en lo que se refiere a la actividad económica, se evaluará en qué medida se ha logrado dar inicio a un proceso sostenido de inversión, y se examinará de qué manera evolucionaron distintos sectores de actividad ante estos cambios

a) Los factores de la reactivación

Los efectos de la desaceleración de la inflación sobre los ingresos y la actividad fueron muy significativos. Posibilitó, en primer lugar, una mejora en los ingresos reales, especialmente entre los asalariados: el ingreso medio real de las personas ocupadas fue, en 1995, un 18% mayor que en 1993; en 1997, esa mejoría alcanzaba a casi 30%. A esta progresión se agregaron otros factores, tales como el incremento de las transferencias a los hogares (de todos los niveles de ingreso) y el cambio de los precios relativos que abarató la canasta alimenticia, para lograr una reducción de la proporción de hogares en situación de pobreza desde 37.1% en 1993 a 30.2% en 1995, lo que representa 9.4 millones de personas. En 1996, los hogares en pobreza habían disminuido a 28,6%, lo que sacó de esa situación a otros 2.4 millones de personas. Asimismo, la mejora en los ingresos dio aliento a la demanda interna, reforzada coincidentemente por un aumento del crédito al consumo; la demanda de consumo fue el principal factor de crecimiento económico a partir del Plan Real.

En efecto, si se examina la participación que en el crecimiento de la demanda global realizó cada uno de sus componentes, se comprueba que entre 1993 y 1996, el aumento del gasto de consumo privado se constituyó en un 72,2% de ese crecimiento, y el de la formación de capital fijo, en un 22,4%; muy escasas son, por su parte, las contribuciones del consumo del gobierno y de las exportaciones de bienes y servicios. La comparación con otro episodio de estabilización y recuperación del crecimiento, el “Plan Cruzado” de la década anterior, muestra un comportamiento similar en cuanto a la preponderancia de la participación del aumento del consumo en el crecimiento de la demanda, seguido por la de la inversión, y con un escaso aporte de las exportaciones. Tal vez la diferencia más notable provenga de los componentes de la mayor oferta global en ambos episodios: mientras que a mediados de los ochenta, el PIB contribuyó con 95,5% del crecimiento de la oferta, en ocasión del Plan Real sólo llegó a 64,2%; en tanto el extraordinario dinamismo de las importaciones explicó el 35.8% restante (cuadro 11)

Cuadro 11
PARTICIPACIÓN DE LOS COMPONENTES DE LA OFERTA Y DEMANDA
GLOBALES EN SU CRECIMIENTO EN LOS PERÍODOS 1983-1986 Y 1993-1996
(porcentajes)

	1983-86	1993-96
Gasto de consumo privado	80.2	72.2
Gasto de consumo del gobierno general	a/	1.4
Variación de stocks	a/	1.9
Formación interna bruta de capital fijo	16.7	22.4
Exportaciones de bienes y servicios	3.1	2.2
Importaciones de bienes y servicios	4.5	35.8
Producto Bruto Interno	95.5	64.2
Oferta y demanda globales	100.0	100.0

Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

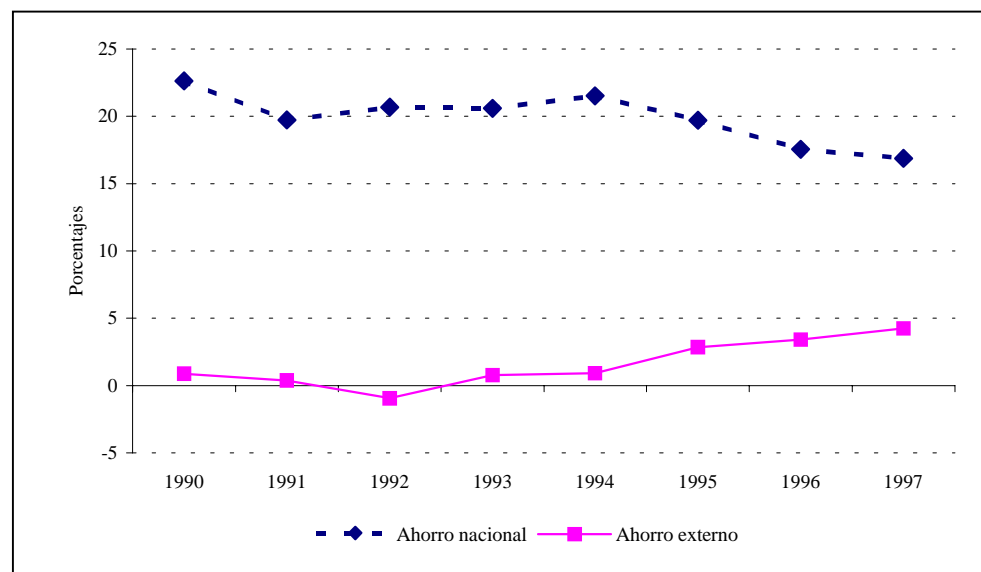
Nota: a/ Están incluidos en el gasto de consumo privado.

También en este aspecto se reiteró un fenómeno ya verificado en otros países latinoamericanos que lograron detener bruscamente sus procesos inflacionarios, y que en ese proceso abrieron sus economías y arrojaron un “ancla cambiaria”. Por una parte, se logró una reactivación económica liderada por un consumo cuyo crecimiento no es ajeno al incremento en el ingreso de los hogares y al aumento en el crédito bancario, y en menor medida, por una recuperación de la inversión (que, como se verá más adelante, se orientó en gran medida a responder al mayor consumo interno). Por otra parte, existió un aporte muy significativo de importaciones de bienes y servicios del lado de la oferta global, financiado por capitales externos. Esta configuración es consistente con un incremento del ahorro externo, simultáneo a la reducción del ahorro nacional (gráfico 19); en tanto la inversión, en valores corrientes, se mantiene aproximadamente estable entre 1993 y 1997, alrededor de 21% y 22% del PIB (véase nuevamente el cuadro 1). Cabe destacar que esta inversión genera ahora menos encadenamientos “hacia atrás” sobre el aparato productivo interno al aumentar su componente importador.

La reactivación económica fue significativa entre 1993 y 1995, pero perdió fuerza a partir del segundo semestre de ese año. Una vez superada la etapa inicial de la recuperación a partir de niveles deprimidos de consumo e inversión, se planteaba el desafío de sustentar el crecimiento del producto y la inversión, en circunstancias en que las cuentas fiscales y externas dejaban de ser excedentarias y pasaban a acumular déficits significativos. O en otras palabras, se planteaba el paso desde una recuperación a un proceso de crecimiento sostenido.

Los dilemas y debates que se plantearon entonces en torno a la política económica serán tratados en la sección siguiente (punto 7). En las siguientes partes de este punto, se examinará el comportamiento de la inversión y las transformaciones que se han producido en distintos sectores de la actividad, que entre otras cosas condicionan su capacidad para generar empleo; ambos factores (la acumulación y el empleo) representan elementos clave en la conformación de una modalidad de desarrollo viable.

Gráfico 19
BRASIL: EVOLUCIÓN DEL AHORRO NACIONAL Y DEL AHORRO EXTERNO
como porcentajes del ingreso nacional disponible a precios corrientes, 1990-1997



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras nacionales.

b) Las tendencias de la inversión

Medida en valores corrientes, no se percibe una tendencia al aumento de la tasa de inversión a partir del Plan Real: el moderado incremento de la formación bruta de capital fijo (FBCF) en el bienio 1994-95 no se sostiene en los años siguientes (cuadro 12). Considerando los componentes de la FBCF, cabe destacar la disminución de la tasa de inversión de la administración pública, tanto en la construcción (desde 1990) como en maquinaria y equipos (después del Plan Real). Las “demás actividades” (sector privado y empresas públicas) muestran un leve incremento en la construcción después del Plan Real, y un incremento más significativo en la incorporación de maquinaria y equipos en 1994 y 1995, para caer posteriormente; a esta fluctuación puede atribuirse, en gran medida, el aumento de la FBCF en aquellos dos años, así como su posterior reducción.

Si bien este escaso dinamismo de la inversión evidenciaría la ausencia de un esfuerzo de acumulación, pese al acceso a un mayor financiamiento interno y externo, debe tenerse en cuenta que la contabilidad nacional brasileña a precios corrientes o a precios del año anterior (y no a precios de un año base fijo) subestima la incorporación “física” de bienes de capital en caso de que disminuyan sus valores unitarios, como ha ocurrido con la apertura y la apreciación cambiaria. Así, a precios constantes de 1980, la inversión presenta un incremento a partir del Plan Real debido principalmente a la incorporación de bienes de capital importados: “entre 1990 y 1995, el precio de las máquinas y equipos importados cayó en cerca de 30%, en tanto la cantidad aumentó en 400%. Luego, no es de extrañar que la participación de máquinas importadas dentro de la FBCF aumentase de 6% en 1990 a más de 20% en 1995”.⁴⁶ Tal aumento de la FBCF es mucho menos significativo si se toman valores constantes de 1995, que ya reflejan los efectos de la apertura comercial (véase nuevamente el cuadro 12).

⁴⁶ Véase Claudio Monteiro Considera, Paulo Mansur Levy y Mérida H. Medina, “O que está acontecendo com o investimento?”, Nota Técnica, IPEA, *Boletim Conjuntural* N° 40, enero de 1998.

Cuadro 12
COMPONENTES DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
A PRECIOS CORRIENTES, 1990-1997
(en porcentajes del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Formación bruta de capital fijo	20.7	18.1	18.4	19.3	20.7	20.5	19.1	19.6
Construcción	13.3	11.9	12.3	13.0	13.4	12.8	12.7	13.3
<i>Administración pública</i>	3.3	2.2	2.9	2.6	2.9	2.1	1.9	1.8
<i>Demás actividades</i>	10.0	9.8	9.3	10.4	10.5	10.7	10.8	11.5
Máquinas y equipo	6.9	5.7	5.0	5.1	6.0	6.5	5.3	5.3
<i>Administración pública</i>	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	0.4
<i>Demás actividades</i>	6.4	5.0	4.4	4.5	5.3	6.0	4.9	4.9
Otros	0.5	0.5	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.0
Memo: FBCF a precios constantes de 1980	15.5	15.2	14.0	14.4	15.3	16.6	16.5	18.0
Memo: FBCF a precios constantes de 1995	20.0	19.5	17.6	18.0	18.7	19.2	18.5	19.1

Fuente: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Departamento de Contas Nacionais. Las cifras a valores constantes, se tomaron de Claudio Monteiro Considera, Paulo Mansur Levy y Mérida H. Medina, "O que está acontecendo com o investimento?", Nota Técnica, IPEA, *Boletim Conjuntural* Nº 40, enero de 1998.

Un trabajo que analiza la inversión en Brasil durante los años noventa presenta una distribución sectorial de la inversión.⁴⁷ Cabe destacar que este análisis se lleva a cabo sobre la base de valores constantes de 1980, por lo se constata una recuperación de la FBCF en 1995-1997, tras los niveles deprimidos de 1990-1994. Con todo, tal recuperación es muy parcial, ya que con un promedio anual de 17.1% del PIB sólo se acerca a los niveles de 1981-1989, y se mantiene aún lejos de los valores de los años setenta (23.5%). Una comparación de los años noventa con los setenta muestra que gran parte de la disminución de la inversión se debe a la destinada a la infraestructura, a la industria y a la inversión del gobierno; mientras que la recuperación de 1995-1997 respecto de 1990-1994, se concentra en la industria de transformación, sin que se noten mejoras en la inversión en infraestructura ni en la gubernamental (cuadro 13).

⁴⁷ Véase Ricardo Bielschowsky (coordinador), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90 – Indústria, mineração, petróleo e infra-estrutura*, CEPAL, Oficina de Brasília, 1999.

Cuadro 13

**FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO, TOTAL Y SUBSECTORES
SELECCIONADOS A PRECIOS CONSTANTES DE 1980**
(en % del PIB)

	1971-80	1981-89	1990-94	1995-97
Industria de transformación	4.5	3.2	2.0	3.3
Minería	0.2	0.2	0.1	0.1
Petróleo	0.9	1.0	0.4	0.4
Infraestructura	5.4	3.7	2.3	2.2
Gobierno (excepto transporte)	3.1	1.5	1.9	1.7
Vivienda	4.8	4.7	4.1	4.1
Otros	4.7	3.5	4.1	5.3
Total	23.5	17.8	14.9	17.1

Fuente: Tomado de Ricardo Bielschowsky, "Os investimentos fixos na economia brasileira nos anos noventa –a apresentação e discussão dos números relevantes", en Ricardo Bielschowsky (coordinador), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90 – Indústria, mineração, petróleo e infra-estrutura*, CEPAL, Oficina de Brasília, 1999.

A la hora de evaluar el desempeño de la inversión, y su significación para la transformación productiva, dos corrientes han dominado el debate público brasileño. "La primera afirma que la apertura de la economía y la estabilización monetaria están produciendo una amplia ola de inversiones, que trae consigo la promesa de la edificación de otra economía, sin diversos vicios del pasado (...) La segunda niega que esto sea posible, ante las dificultades impuestas por la altísima tasa de interés, por el tipo de cambio fuera de lugar y por otros problemas".⁴⁸

En la práctica, economistas gubernamentales pueden reconocer implícitamente la ausencia de una "ola de inversiones" discernible en las cuentas macroeconómicas, pero estimar de cualquier modo que Brasil está atravesando una "revolución paradigmática": "Mientras en el viejo paradigma, reino de la producción de masa a bajo costo, la competencia se daba a través de los precios (o, en el caso brasileño, en base a subsidios y/o inflación), en el nuevo la competencia pasa por los servicios y la diferenciación (calidad, flexibilidad, tiempo, variedad, personalización, *design*, marca)". De acuerdo con esta visión, la economía brasileña atravesó por tres *shocks* competitivos: el primero fue a principios de los años noventa, cuando algunas empresas se volvieron hacia el mercado externo para compensar la recesión del interno; el segundo tuvo lugar con la apertura de la economía; el último —y más intenso— se produjo con la estabilización de los precios y el proceso de la privatización. En ese momento, "la economía se vuelve lo bastante atractiva como para estimular la entrada de empresas internacionales que pasaron a ocupar espacios internalizando su producción. Actualmente asistimos a un gran aumento de competencia interna, con nuevas empresas y empresas ya ajustadas que obligan a ajustarse a las empresas no ajustadas, lo que lleva a la aceleración de los cambios y al avance en la implantación del (nuevo) paradigma." El escaso dinamismo de la tasa de inversión no estarían dando cuenta adecuadamente de estas transformaciones: "Los coeficientes de inversión no reflejan esta realidad, no solamente porque están contruidos en base a la tecnología del viejo paradigma, sino también porque no captan la

⁴⁸ Antônio Barros de Castro, "Limitações e potencialidades da nova safra de investimentos", en *Visões da crise*, Ed. Contraponto, Río de Janeiro, octubre de 1998, pp. 129 y 130.

importancia, para el nuevo paradigma, de los cambios en la gestión y la logística”.⁴⁹ Lo cualitativo estaría suplantando lo cuantitativo.

En las palabras de Barros de Castro, “No existe la ‘ola’ prevista por los más optimistas. Pero hay inversiones relevantes, ni gigantescas, ni mínimas, que se traducen en la implantación de nuevas fábricas y de nuevas instalaciones de infraestructura”. En esta nueva “cosecha” de inversiones, la empresa brasileña “típica” no sería protagonista: “está sólo reciclando y modernizando los activos existentes, en un compás de espera, mientras gana dinero en la esfera financiera. Esto, por lo demás, confirma la idea que no hay un movimiento generalizado en la dirección de la inversión. Las iniciativas más relevantes están asociadas a la llegada de las multinacionales y a las privatizaciones”. Entre las características de esta “cosecha” de inversiones, está su orientación a satisfacer el mercado interno y el del Mercosur, y una mayor tendencia a la descentralización; esto último obedece en algunos casos a un posicionamiento central respecto del Mercosur (en el caso de implantaciones automotrices en Porto Alegre), a la utilización de mano de obra barata para algunas industrias livianas (el calzado en Bahía) o el aprovechamiento de incentivos fiscales otorgados por los Estados. Ahora bien, el efecto de las nuevas inversiones sobre la balanza de pagos, las cuentas fiscales y el empleo son fuente de preocupación: “a pesar de estar orientados esencialmente al mercado interno o regional, las nuevas inversiones utilizan una cantidad apreciable de insumos importados y, obviamente, prometen remitir utilidades al exterior. El balance de pagos que conlleva la nueva cosecha es muy negativo. (...) La nueva cosecha es también muy perversa desde el punto de vista del equilibrio fiscal. Es exigente en términos de gastos públicos, y no va a generar ingresos apreciables durante años, debido a las exenciones de impuestos que les están siendo concedidas. El otro aspecto negativo es el más conocido: la generación de empleos es pequeña”. De este modo, la nueva cosecha de inversiones puede reforzar las restricciones al crecimiento que enfrenta Brasil, y sin crecimiento, habrá problemas para colocar la producción, con caídas en la tasa de retorno de varios sectores, induciendo a nuevas reestructuraciones que comprimen el empleo y la capacidad productiva. “Si la nueva cosecha de inversiones no contribuye a superar las restricciones macroeconómicas al crecimiento, (...) la oferta crecerá, pero no el mercado”.⁵⁰

A conclusiones similares llega Ricardo Bielschowsky, quien ve en la experiencia de los años noventa un esfuerzo de modernización, principalmente de la industria, que sin embargo aún no ha dado lugar a un proceso sostenido y dinámico de acumulación. La industria brasileña experimentó en los años noventa un aumento de la productividad y una disminución de costos; entre 1991 y 1994, lo hizo en base a una racionalización sin inversiones significativas; entre 1995 y 1997, recurrió a una inversión de modernización, más que a una de expansión de la capacidad productiva. Esa modernización presentaba un alta rentabilidad debido a la obsolescencia del parque productivo instalado, al hecho de que ese parque productivo acababa de pasar por un proceso de intensa racionalización, y a la acentuada caída de los precios de los equipos. Al aumentar la eficiencia de todo el acervo de capital preexistente, el rendimiento de tales inversiones era aún superior al costo de oportunidad que representaban las elevadas tasas de interés de los títulos públicos.⁵¹

Ahora bien, este “miniciclo de modernización” no se estaría constituyendo en “la etapa inaugural de un ciclo de inversión de largo plazo (...). En un hipotético ciclo largo, el miniciclo habría correspondido a su etapa “fácil”, caracterizada por altos rendimientos de la inversión de modernización. La etapa “difícil” sería la caracterizada por inversiones en expansión y en nuevos

⁴⁹ José Roberto Mendonça de Barros y Lúcia Goldenstein, *A crise asiática e a estabilização do Brasil*, Ministerio da Fazenda, Secretaría de Política Económica, diciembre de 1997.

⁵⁰ Antônio Barros de Castro, *op. cit.*, pp. 132 y 133.

⁵¹ Ricardo Bielschowsky, “Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97”, en Ricardo Bielschowsky (coordinador), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90*, *op. cit.*, p. 66.

productos.” El paso a la nueva etapa no solamente se enfrentaba a los altos niveles de tasa de interés, a un tipo de cambio desfavorable y a una elevada incertidumbre, dados los desequilibrios externo y fiscal, sino que también estaría frenado por el insuficiente dinamismo del mercado interno: “El material empírico utilizado para evaluar el comportamiento de las inversiones en su conjunto indicó que la referencia fundamental es el crecimiento del mercado interno. Existe la intención de aumentar el coeficiente exportado, pero la inversión se respalda en el mercado interno. Ahora bien, si el crecimiento está condicionado por las restricciones externas, ese comportamiento significa que se estableció un círculo vicioso, en el que las exportaciones no crecen porque el mercado interno no crece, y el mercado interno no puede crecer debido a las limitaciones en la expansión de las exportaciones”.⁵²

Por su parte, la inversión en infraestructura ha seguido deprimida, con la excepción de la inversión en telecomunicaciones, sector que fue modernizado antes de ser privatizado. En cambio, las inversiones en energía eléctrica, transportes y sanidad se mantuvieron en niveles históricamente bajos, o incluso disminuyeron después del Plan Real (cuadro 14).

Cuadro 14
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO EN SECTORES DE INFRAESTRUCTURA
A PRECIOS CONSTANTES DE 1980
(en % del PIB)

	1971-80	1981-89	1990-94	1995	1996	1997
Energía eléctrica	2.10	1.55	0.91	0.52	0.57	0.57
Telecomunicaciones	0.80	0.43	0.49	0.53	0.79	0.78
Transportes	2.06	1.49	0.75	0.77	0.77	0.85
Sanidad	0.46	0.24	0.19	0.10	0.16	0.14
Total	5.45	3.71	2.34	1.92	2.29	2.34

Fuente: Tomado de Ricardo Bielschowsky, “Os investimentos fixos na economia brasileira nos anos noventa –apresentação e discussão dos números relevantes”, en Ricardo Bielschowsky (coordinador), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90 – Indústria, mineração, petróleo e infra-estrutura*, CEPAL, Oficina de Brasília, 1999

En consecuencia, “la elevación de las inversiones en los sectores de bienes transables deja dudas en cuanto a la capacidad de ampliar adecuadamente la producción de divisas para enfrentar el déficit externo que la economía brasileña enfrenta con las actuales tasas de cambio, situación que no se ve compensada por el desempeño de la inversión de los sectores de petróleo y minería. Del mismo modo, los bajos niveles de inversión en infraestructura dejan dudas sobre la capacidad de creación de las “externalidades” necesarias para la elevación de la eficiencia del sector productivo”.⁵³

⁵² *Ibid.*, p. 67

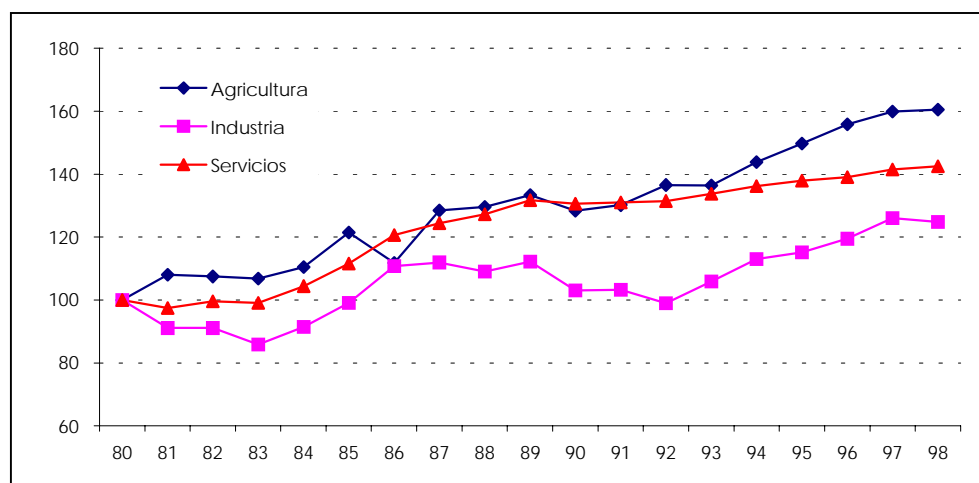
⁵³ Ricardo Bielschowsky, “Os investimentos fixos na economia brasileira nos anos noventa –apresentação e discussão dos números relevantes”, en Ricardo Bielschowsky (coordinador), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90 – Indústria, mineração, petróleo e infra-estrutura*, CEPAL, Oficina de Brasília, 1998

c) Evolución sectorial

El examen del crecimiento por grandes sectores de la actividad muestra, a partir del Plan Real, tasas de crecimiento más rápidas para la industria y para la agricultura que para los servicios: entre 1994 y 1998, las dos primeros sectores crecen a un promedio anual de 3.3 y 3.4%, frente a 1.3% para los servicios. Desde una perspectiva de más largo plazo, se constata una mayor estabilidad en el crecimiento de los servicios, en tanto el que experimentan la agricultura y la industria a partir de 1993-1994 sucede a un largo período de cuasi estancamiento o incluso de contracción (gráfico 20).

Gráfico 20
EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR
GRANDES SECTORES DE ACTIVIDAD ECONÓMICA ^{a/}

(Índices del producto real, 1980 = 100)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales

Nota: a/ En el sector "Industria" se incluyen la industria manufacturera, los servicios industriales de utilidad pública, la minería y la construcción.

El sector agropecuario tuvo un fuerte crecimiento al inicio del Plan Real, en el que incidió un alza en el crédito rural, consiguiendo una cosecha récord en 1994/95. Ese aumento de la oferta de bienes de primera necesidad fue importante para la lucha contra la inflación, produciéndose una caída de los precios agrícolas: se llegó a hablar de un "ancla verde" del Plan Real. Ahora bien, al tener que pagar tasas de interés reales relativamente elevadas (16% en 1995, 12% en 1996) y al subir los precios de sus insumos, la caída de los precios del sector agrícola derivó en un extendido problema de incumplimientos crediticios. La complicada situación financiera del sector, que llevó a una cosecha menor en 1995/96, llevó a que el gobierno obrara por la recuperación de la capacidad de pago de los productores agrícolas. De este modo, se procedió a una reestructuración de deudas por 7 mil millones de reales y se asignaron recursos para grupos específicos y para el crédito rural, además del establecimiento de un programa para la comercialización de la producción.⁵⁴

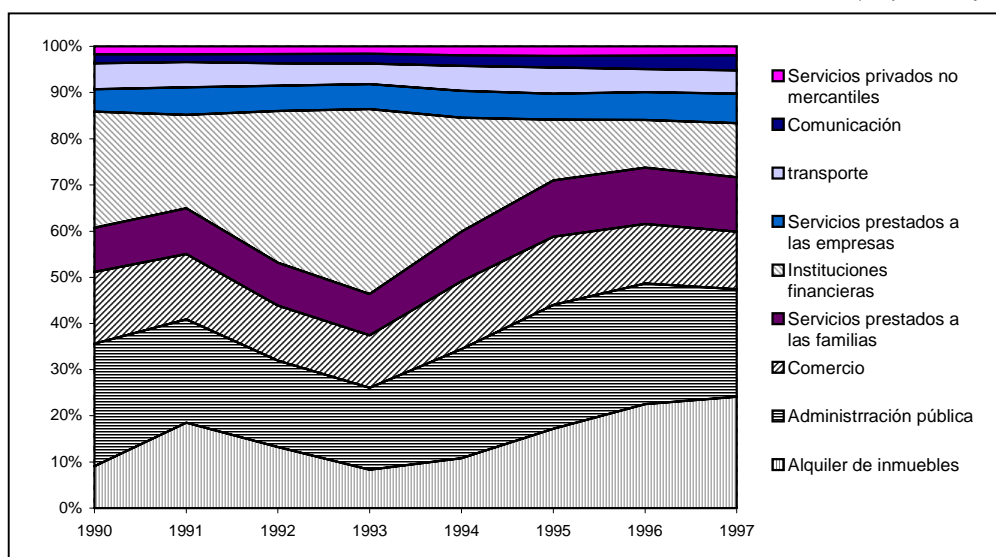
⁵⁴ Véase IPEA, *Boletim Conjuntural* Nº 41, abril de 1998.

El sector agrícola creció hasta 1997, estancándose en 1998; mejoró su productividad, incorporando maquinaria, semillas de mejor calidad, abonos y fertilizantes. De hecho, el incremento de la producción se dio esencialmente por mayor productividad, sin aumento del área cultivada. Pero estos mayores rendimientos no parecen reflejarse, de manera general, en el ingreso de los productores. Al respecto, habría una diferenciación entre los segmentos más vinculados a los complejos agroindustriales exportadores, por una parte, y los orientados predominantemente al mercado interno, por la otra; los primeros se beneficiaron con la exención de impuestos a las exportaciones y con una mejoría de los precios de los productos de exportación (tabaco, cacao, café, soja) en 1996 y 1997; los segundos habrían quedado al margen de esta recuperación.⁵⁵ Consistentemente con esta apreciación, si se comparan las cosechas de 1993 y de 1998, se constata que los productos que más crecieron entre esas fechas se vinculan a las exportaciones: las naranjas, el café, la soja, la caña de azúcar, frente a contracciones de las cosechas de frijoles, arroz, maíz y mandioca. El trigo, por su parte, está siendo progresivamente desplazado, durante los años noventa, por las importaciones provenientes de Argentina (de una cosecha de 5600 millones de toneladas en 1989 se pasó a una de 2300 millones en 1998).

El sector servicios muestra cambios importantes en sus distintos componentes. Se constata, en particular, una reducción importante del producto del sector financiero a partir de 1994, fenómeno atribuible a la pérdida del “ingreso inflacionario” descrita en el punto 3 de este trabajo. Sobre la base de valores corrientes, destaca el aumento de la participación del rubro “alquiler de inmuebles”, debido al fuerte incremento relativo del precio de los servicios de vivienda (véase nuevamente el gráfico 4); pero en valores constantes, este sector no crece más rápido que el promedio. También la administración pública y el comercio aumentan su participación en el sector de servicios, en los primeros años del Plan Real. Estos movimientos obedecen, en 1994-1995, al aumento de los salarios reales de los empleados públicos y al auge del consumo que siguió a la estabilización de los precios; para ambas actividades, sus participaciones tienden a disminuir en los años siguientes, al agotarse los factores que la habían impulsado (gráfico 21).

⁵⁵ Véase Gerson Gomes, *Tres anos de Real: a desorganização da economia*, Gabinete da Deputada Federal Maria da Conceição Tavares, agosto de 1997.

Gráfico 21
COMPOSICIÓN POR ACTIVIDADES DEL VALOR AGREGADO DEL SECTOR SERVICIOS,
A VALORES CORRIENTES, 1990-1997
(en porcentajes)



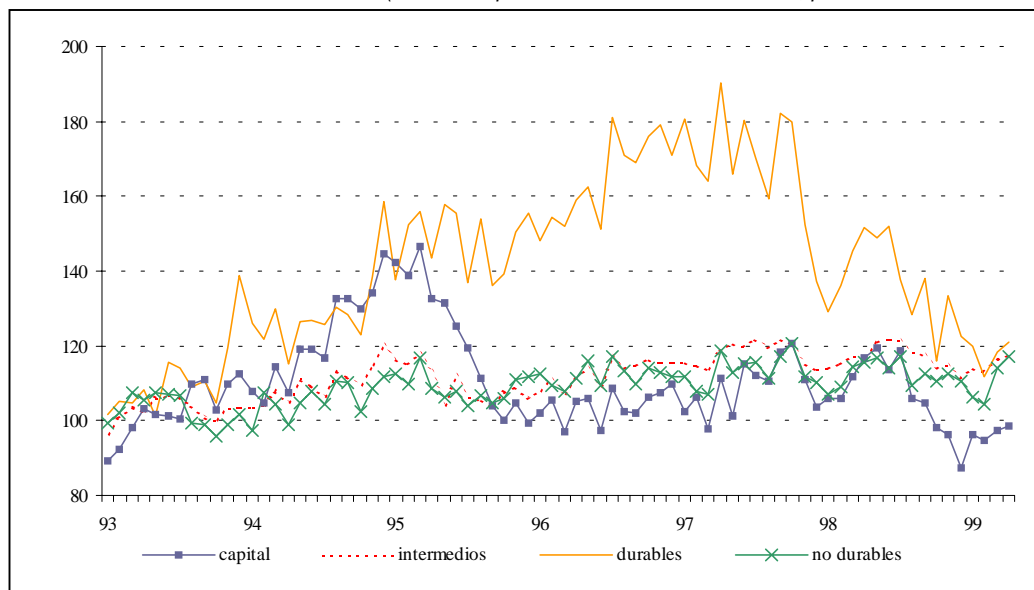
Fuente: IBGE, Departamento de Contas Nacionais.

La minería, la industria manufacturera, el sector de electricidad, gas y agua, así como la construcción, muestran tasas de crecimiento acumuladas del producto cercanas a 30% entre 1992 y 1997, aunque partiendo de un nivel históricamente deprimido. Es el caso, en particular, de la construcción civil, que en esos cinco años crece 27%, alentada por el incremento del crédito hipotecario y por la subida de los alquileres, pero que recién en 1997 supera su nivel de 1980.

La industria manufacturera presenta un desempeño diferenciado de sus distintos componentes. La producción de bienes de consumo durable (incluyendo automóviles) presenta un extraordinario dinamismo entre 1993 y 1997, apoyado en un incremento muy rápido de la demanda interna. A partir de niveles relativamente bajos, esa demanda creció muy rápidamente con el aumento del poder de compra de los asalariados, con el aumento del crédito al consumo y con la reducción de los precios relativos de estos bienes (véase nuevamente el gráfico 3). La respuesta a esa demanda provino principalmente de la producción interna, debido a una elevada protección efectiva y a que las empresas multinacionales emprendieron “una ola de posicionamiento estratégico de largo plazo en el mercado interno brasileño –ahora ampliado por el Mercosur– a través de inversiones de expansión, nuevas plantas y, en el caso de la electrónica de consumo y autopiezas, también mediante *take-overs*”.⁵⁶ Aun antes de la crisis de fines de 1997, ya se comprobaba una desaceleración de la producción de bienes durables, habiéndose agotado la etapa de la eclosión de una “demanda atrasada”; con el encarecimiento y la contracción del crédito de fines de 1997, se produce una aguda disminución de la producción de este tipo de bienes (gráfico 22).

⁵⁶ Véase Ricardo Bielschowsky, “Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o miniciclo de modernizações, 1995-97”, en Ricardo Bielschowski (coordinador), *op. cit.*. Dice también este autor: “Los bienes de consumo durables tuvieron un aumento de la demanda explosivo después de la estabilización. Por ejemplo, las ventas de TV a colores se expandieron de 2.5 millones en 1993 a 9 millones en 1996, y las ventas de automóviles confirmaron un crecimiento iniciado en 1992-93, cuando se limitaban a cerca de 1 millón de vehículos, y alcanzaron cerca de 1,8 millones de unidades en 1997. En Brasil, el consumo per cápita de durables es muy bajo, y las elasticidades en relación al precio y a la renta son muy altas. Por muchos años, la demanda estuvo reprimida por el estancamiento salarial, los precios elevados y la falta de financiamiento a mediano plazo”.

Gráfico 22

EVOLUCIÓN DE LA PRODUCCIÓN DE DISTINTOS RUBROS INDUSTRIALES, 1993-1999*(Índices de producción desestacionalizados, promedio de 1991 = 100)*

Fuente: IBGE, Indicadores de producción industrial.

La producción de bienes de capital también tuvo, en 1993 y 1994, un incremento notable, siguiendo la recuperación de la economía y de la tasa de inversión (véase nuevamente los cuadros 1 y 12). Sin embargo, ya desde principios de 1995 retrocede debido a la competencia de bienes de capital importados que, como vimos, aumentaron su parte de mercado desde 25% en 1994 a 41% en 1997 (cuadro 8). Posteriormente, este sector se ve también afectado por la recesión y la caída de la inversión.

La producción de bienes de consumo no durables y la de bienes intermedios muestran una evolución con menos altibajos, aunque con un crecimiento muy moderado desde 1993: en 1998, no superaban sus niveles de fines de 1994 o principios de 1995. Entre los bienes de consumo no durables, habría que distinguir entre los más afectados por la competencia externa, que tuvieron una contracción (textil, vestuario, calzados) y los relativamente más protegidos, que pudieron crecer (agroindustria). En cuanto a los insumos industriales, su escaso dinamismo proviene esencialmente de la fuerte expansión de la importación de tales bienes, con una marcada disminución en la composición nacional de la producción de bienes industriales, especialmente de los bienes de consumo durable (cuadro 7). Tal evolución, que se refleja en la expansión de las importaciones de insumos elaborados (véase nuevamente el gráfico 18), encierra un cambio significativo en la estructura productiva brasileña, que en los años ochenta mostró una muy reducida elasticidad-producto de las importaciones, aun en momentos de crecimiento como durante el Plan Cruzado. De este modo, estaría disminuido la interrelación entre los sectores productivos nacionales.

Un elemento central dentro de la deseada reestructuración del aparato productivo es lograr ganancias de productividad. Entre otras importantes consecuencias, ello llevaría a una mejora en la competitividad y, por vía de consecuencia, permitiría reequilibrar la balanza de pagos sin necesidad de abandonar la política cambiaria.

Para evaluar la evolución de la productividad de los sectores industriales de Brasil se toma aquí el valor agregado por persona ocupada, sobre la base de cifras del IBGE; se prefiere esta definición a la alternativa que en vez del valor agregado toma la producción debido a que en este último caso, el uso más intensivo de insumos importados llevaría a una sobreestimación del indicador. El gráfico 23 presenta la variación media anual de la producción y la productividad de los distintos sectores industriales en dos subperíodos: 1991-1993 y 1994-1997. Una primera observación se refiere al desempeño del conjunto de la industria, representado por las rectas horizontales y verticales que cortan las nubes de puntos: la tasa media de crecimiento anual pasa de 1.3% a 4.0% entre ambos períodos, en tanto las ganancias anuales de productividad son importantes, y aumentan de 4.6% a 5.8%. Como surge de estas cifras, y como se constata en el cuadro 15, estas ganancias de productividad en la industria se producen junto con la supresión muy significativa de puestos de trabajo. De hecho, todos los sectores en los cuales el valor agregado crece a tasas menores que la productividad expulsan mano de obra; se trata de los sectores, claramente mayoritarios, que se sitúan por encima y a la izquierda de las diagonales que representan la igualdad en las tasas de crecimiento del valor agregado y de la productividad en el gráfico 23.

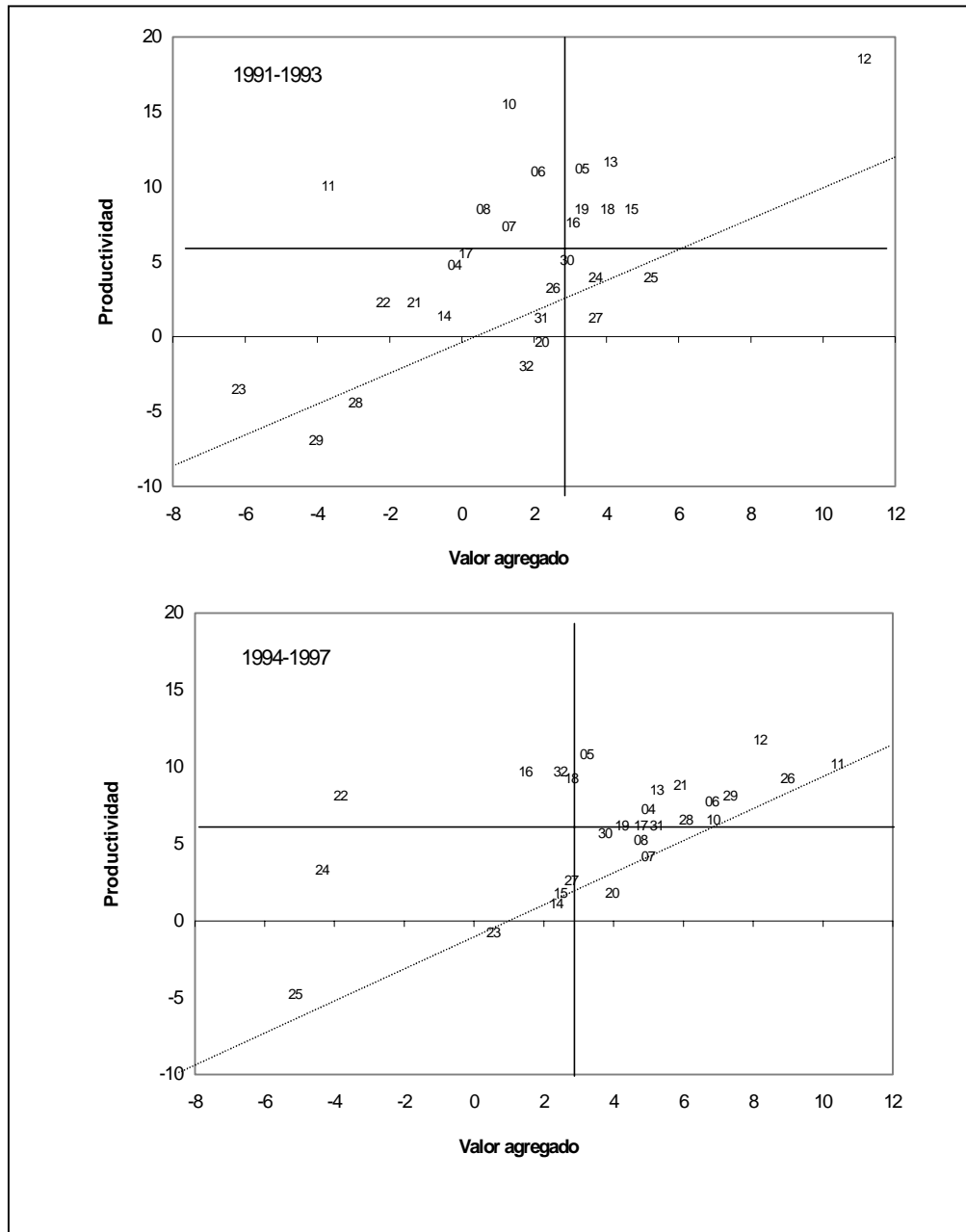
Parte de esta evolución puede explicarse por el recurso a la “externalización” de servicios por parte de las empresas. Así, siempre según el IBGE, mientras la industria perdía 1.4 millón de puestos de trabajo, los “servicios prestados a las empresas” (lo que incluye también a empresas no industriales) incrementaban el número de sus empleados en 700 mil. De este modo, podría estarse sobreestimando en alguna medida el aumento de la productividad de la industria.

En un examen por rama industrial, destacan ya en el período 1991-93 el crecimiento de la productividad y del producto de los sectores automotriz y de autopartes (los ramas 12 y 13 del gráfico 23), gracias principalmente a un buen año 1993. Ese dinamismo prosigue en 1994-97, con ambas actividades ocupando el cuadrante “noreste”, es decir, con tasas de crecimiento de la productividad y del valor agregado mayores a la del conjunto de la industria. Sobre el conjunto de 1991-1997, la industria automotriz aparece como la más dinámica.

Gráfico 23

VARIACIÓN ANUAL PROMEDIO DEL VALOR AGREGADO Y LA PRODUCTIVIDAD
POR SECTOR INDUSTRIAL ^{a/} 1991-93 Y 1994-97

(en porcentajes)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de IBGE, Departamento de Contas Nacionais

Nota: a/ Los sectores industriales están representados por un código, cuya significación figura en el cuadro 15.

Cuadro 15

**EVOLUCIÓN DEL VALOR AGREGADO, EL EMPLEO Y LA PRODUCTIVIDAD
EN SECTORES INDUSTRIALES, 1990-1997**
(Tasas de crecimiento acumuladas, en porcentajes)

Sector	Valor Agregado	Empleo	Productividad
04 Fab. de minerales no metálicos	20.40	-22.63	55.62
05 Siderurgia	24.56	-41.06	111.32
06 Metalurgia de no ferrosos	36.84	-26.88	87.15
07 Fab. de otros productos metalúrgicos	25.62	-13.90	45.91
08 Fab. y mantención de máquinas y tractores	22.07	-21.96	56.42
10 Fab. de aparatos y equipos de material eléctrico	35.38	-33.55	103.71
11 Fab. de aparatos y equipos de material electrónico	31.90	-33.62	98.71
12 Fab. de automóviles, camiones y ómnibus	85.00	-29.61	162.83
13 Fab. de otros vehículos, piezas y accesorios	37.69	-29.56	95.47
14 Aserraderos y fabricación de artículos de madera y muebles	6.66	-2.82	9.76
15 Industria de papel e imprentas	25.47	-10.45	40.11
16 Industria del caucho	14.38	-37.53	83.10
17 Fab. de elementos químicos no petroquímicos	20.04	-19.15	48.47
18 Refinación de petróleo e industria petroquímica	25.11	-31.85	83.58
19 Fab. de productos químicos diversos	27.37	-23.46	66.41
20 Fab. de productos farmacéuticos y de perfumería	23.39	13.14	9.06
21 Industria de transformación de material plástico	17.10	-24.64	55.38
22 Industria textil	-20.25	-46.76	49.80
23 Fab. de artículos del vestuario y accesorios	-17.20	-6.76	-11.19
24 Fab. de calzados y de artículos de cuero y pieles	-8.00	-29.08	29.71
25 Industria del café	-6.87	0.14	-7.00
26 Transformación de productos de origen vegetal, inclusive tabaco	50.14	-7.10	61.61
27 Mataderos y preparación de carnes	22.82	5.50	16.42
28 Preparación de leche y productos lácteos	14.83	0.17	14.64
29 Industria del azúcar	16.68	4.56	11.59
30 Fab. y refinación de aceites vegetales y de grasas para alimentación	24.97	-14.67	46.45
31 Otras industrias de alimentos y de bebidas	29.40	-2.20	32.31
32 Industrias diversas	14.49	-17.17	38.22

Fuente: Elaboración propia sobre la base de IBGE, Departamento de Contas Nacionais.

Otras ramas ligadas a la fabricación de bienes de consumo durable (material eléctrico y electrónico, ramas 10 y 11) están entre las que más incrementaron su productividad, pero con un cambio importante entre los dos subperíodos. En efecto, mientras en 1991-93 expulsaron mano de obra y mostraron un estancamiento del producto (material eléctrico) o una pronunciada contracción

(material electrónico), en 1994-97 mantuvieron el empleo y expandieron fuertemente su producto (especialmente la rama 11, que partía de niveles deprimidos), aprovechando el dinamismo de la demanda. En otras palabras, habrían pasado de una fase de reestructuración defensiva a una expansiva, incluyendo inversiones de modernización y capacidad.

Las ramas productoras de insumos básicos (siderurgia, minerales no ferrosos, papel, caucho, química y petroquímica (códigos 05, 06, 15, 16, 17, 18 y 19) tienen un comportamiento en general favorable en términos de productividad, con crecimientos por encima del promedio en 1991-93, pero ese crecimiento tiende a perder dinamismo en 1994-97, al enfrentar mayor competencia de importaciones. En cuanto a la fabricación de minerales no metálicos (código 04), su notoria mejoría entre los dos subperíodos se relaciona con el incremento de la construcción después del Plan Real.

En las ramas de los bienes de consumo no durables, se constata dos comportamientos bien diferenciados, entre los sectores productores de alimentos, bebidas y tabaco (códigos 25 a 31) por un lado, y las industrias textil, de vestuario y calzado (códigos 22 a 24), por el otro. La mayor parte de la industria alimenticia orientada predominantemente al consumo interno muestra una relativa estabilidad en el empleo provisto, con cierto crecimiento en 1991-93 y decrecimiento en 1994-97. Así, el incremento de la producción en ese segundo subperíodo, que responde a factores de demanda (incremento del poder de compra de los consumidores) y de oferta (aumento de la producción agrícola) se refleja también en incrementos de la productividad. Un desempeño particular tienen dos agroindustrias tradicionales orientadas a la exportación. La industria del café, por una parte, siguió las fuertes oscilaciones de las cosechas, con un buen año en 1992 pero una contracción entre 1994 y 1997, debido a problemas climáticos (sucesión de sequía e inundaciones) y a parásitos; por su parte, la industria azucarera acusó el impacto de bajos precios internacionales entre 1991 y 1993, y respondió positivamente a la mejoría posterior de los precios, con un fuerte crecimiento del producto y la productividad en 1994 y 1995.

A diferencia de las industrias de alimentos, las ramas del textil, del vestuario y del calzado no se beneficiaron con el incremento de la demanda de consumo, debido principalmente a la intensa competencia de las importaciones, que se intensifica tras el Plan Real. Entre estas ramas, la textil muestra en 1994-97 un incremento de la productividad por sobre el promedio industrial, simultánea a una fuerte contracción del producto, lo que sugeriría una reestructuración defensiva, que se traduce por una fuerte expulsión de mano de obra. El vestuario y el calzado quedan, por su parte, en el cuadrante “sudoeste” con a la vez contracción del producto y estancamiento de la productividad.

7. La dinámica de la crisis y los debates en torno a ella

El creciente déficit externo, el aumento de la deuda pública interna y la persistencia de las altas tasas de interés internas, fueron tema de debate entre el equipo económico y economistas críticos. Estos últimos veían en la situación económica una verdadera trampa (“armadilha”) en que fue hundiéndose el país sobre la base de la interrelación entre la apreciación cambiaria y las altas tasas de interés. En el Plan Real, la estabilidad de los precios se apoyaba en la apreciación de la moneda, causada por las altas tasas de interés y la consiguiente entrada de capitales⁵⁷ y, al generarse un desequilibrio comercial y en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el país pasaba a depender cada vez más del financiamiento externo para mantener su programa económico. Para atraer y retener suficientes capitales externos, debían ofrecérseles elevados rendimientos, bajo la forma de altas tasas de interés, ya que la entrada a través de capitales de largo plazo no era suficiente. A su vez, las altas tasas de interés generaban múltiples problemas, tanto para el aparato productivo como en los sectores financiero y fiscal.

⁵⁷ “Una tasa de interés espantosa garantizó la atracción de gran cantidad de capital extranjero y permitió la valorización de nuestra moneda. Para justificar esto, el gobierno utilizó un argumento fantástico: el dólar y los porotos negros son la misma cosa, y los precios de ambos están determinados por el juego de la oferta y la demanda. Olvidó decir que era él quien determinaba la oferta.” Véase Antônio Delfim Netto, en *Visões da crise*, Ed. Contraponto, Río de Janeiro, octubre de 1998, pág. 144.

El país no lograba en ese marco más que un ritmo mediocre de crecimiento, con aumento en el desempleo, y se veía en una situación de creciente vulnerabilidad en los sectores externo y fiscal, dependiendo del acceso al financiamiento externo que se volvió problemático a partir de la crisis asiática. Más aún, un crecimiento mayor agravaría el desequilibrio externo debido al aumento de las importaciones.⁵⁸

Desde este punto de vista, el crecimiento bajo y el desempleo creciente eran consustanciales al Plan Real: “Como no se quiere utilizar como instrumento la tasa de cambio, el gobierno sólo puede utilizar el crecimiento del producto. Lo hace a través de las tasas de interés, reduciendo el crecimiento (...) La economía brasileña no crece porque no tiene condiciones para financiar el agujero externo que se crea cada vez que avanza en esa dirección”.⁵⁹ Y también: “Este tipo de plan coloca el manejo de la política económica en una camisa de fuerza que gira en torno a una obsesión: la sustentabilidad de la regla cambiaria. La expansión de la producción y de la demanda interna se transforman, de este modo, en una amenaza potencial a la propia estabilización. (...) Para reducir las presiones en el sentido de la desvalorización de la tasa de cambio, el crecimiento, convertido en variable de ajuste por la actual política económica, tiende a ser mantenido en niveles relativamente bajos”.⁶⁰

Tal situación es vista como el resultado de una confusión entre objetivos (crecimiento) e instrumentos (estabilidad del nivel general de precios): “La estabilidad de la moneda es fundamental, para crear las condiciones del crecimiento. No es un fin en sí mismo. (...) No crecemos solamente porque transformamos el no crecimiento en el ancla del Real. Esa es nuestra única restricción”.⁶¹ En síntesis, tras un primer momento exitoso, el Plan Real se habría quedado atrapado en su política cambiaria y monetaria, cayendo en una situación que, en el mejor de los casos, generaba bajo crecimiento y desempleo, con elevada vulnerabilidad externa. En el peor de los casos, esta última conduciría a una crisis cambiaria, y posiblemente también financiera.

Asimismo, estos economistas se inquietaban del incremento de la deuda externa brasileña. En efecto, tras una relativa estabilidad entre mediados de los años ochenta y 1991, el saldo de la deuda bruta empieza a aumentar a tasas moderadas hasta 1994, y a partir de entonces crece rápidamente (gráfico 24). Que las reservas también aumentaran no bastaba, desde este punto de vista, para que el incremento de la deuda bruta no fuera un factor de vulnerabilidad en el corto plazo y, a mediano plazo, un elemento del “déficit estructural” de la balanza de servicios.

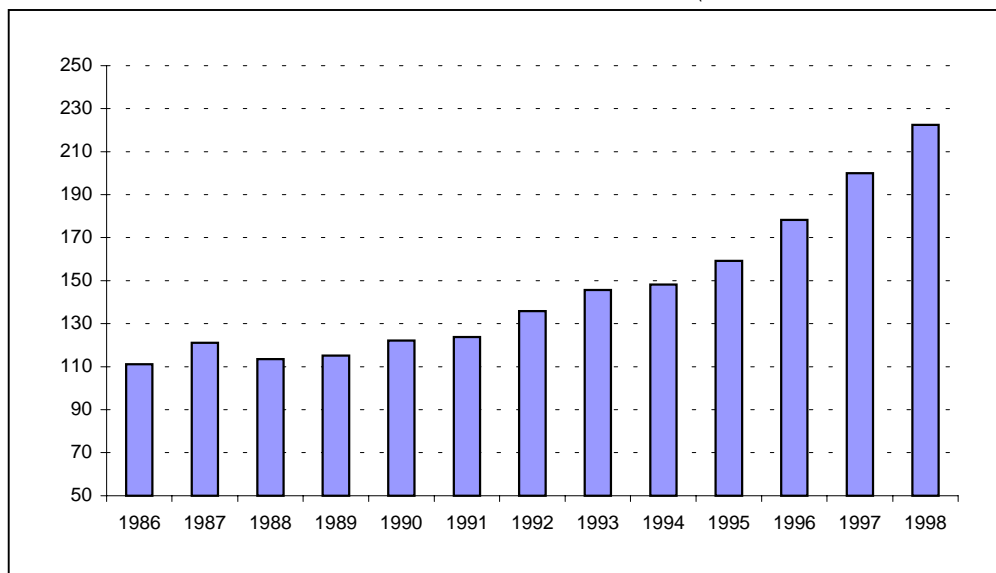
⁵⁸ “Nuestras exportaciones dependen de los precios externos, pues en cantidades están prácticamente estancadas, en tanto las importaciones dependen del nivel de la renta. Cuando la renta interna comienza a crecer, la cuenta corriente camina hacia una situación insostenible. Esa es la trampa”. *Ibid.*, pp. 149 y 150.

⁵⁹ *Ibid.*, pp. 147 y 157. La conclusión que extrae Delfim Netto es que “el ancla del Real es el desempleo. Es parte esencial de la política económica actual.”

⁶⁰ Gerson Gomes, *Tres años de real: a desorganização da economia*, Gabinete de la Diputada Federal Maria da Conceição Tavares, Brasília, agosto de 1997.

⁶¹ Antônio Delfim Netto, *op.cit.*, p. 159.

Gráfico 24
EVOLUCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA BRUTA
 (en miles de millones de dólares)



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

Los economistas del gobierno no ignoraban los desequilibrios externo y fiscal, pero los consideraban en una perspectiva en la cual éstos serían paulatinamente absorbidos. El Plan Real, según ellos, procuraba “consolidar la estabilización y crear las condiciones para la reanudación del crecimiento sostenido”; para lograr ese objetivo con el menor costo posible en términos sociales y de nivel de actividad, consideraban conveniente “aprovechar el momento de extrema liquidez internacional para ir avanzando en la desindexación, en nuestra situación fiscal y en la reestructuración productiva”.⁶² En otras palabras, era posible y deseable recurrir al financiamiento externo para transitar el período de maduración de las reformas y de consolidación de la estabilidad de los precios, tras el cual la mayor productividad y competitividad del aparato productivo brasileño (y en especial de su industria) generarían un fuerte crecimiento de las exportaciones, sin necesidad de modificar la política cambiaria. Era normal que, en un primer momento, las importaciones crecieran rápidamente, dado que se partía de niveles bajos, y que la presión de la competencia generada por la apertura llevó a la incorporación de bienes de capital importados y a un incremento de la “tasa de penetración de las importaciones” en la industria. Como las exportaciones sólo crecerían fuertemente después de concretadas las ganancias de productividad (a las que contribuirían la apertura comercial, la inversión extranjera directa y las privatizaciones), también era normal que se generara un déficit comercial en un primer momento, pero éste se revertiría después.

Más que por el déficit externo, el equipo económico parecía preocuparse por el desequilibrio fiscal. El mejoramiento de las cuentas públicas ha sido un objetivo permanente, desde las etapas preliminares del Plan Real, aun cuando fue con el propio Plan Real que se pasó de un excedente operacional a un déficit significativo. También aquí el gobierno explicaba esta aparente paradoja distinguiendo efectos inmediatos y logros de largo plazo del Plan Real. Entre los factores que generaron el desequilibrio fiscal, el gobierno menciona a la propia estabilización de los precios,

⁶² José Mendonça de Barros y Lidia Goldenstein, *A crise asiática e a estabilização no Brasil*, Ministério da Fazenda, Secretaria da Política Econômica, diciembre de 1997.

junto a factores estructurales, como el desequilibrio del sistema de seguridad social.⁶³ Ahora bien, era necesario soportar el efecto negativo inmediato de la estabilización sobre las cuentas públicas mientras se cosechaban los frutos de los cambios institucionales; al respecto, el financiamiento externo y el recurso a las privatizaciones debían dar tiempo para avanzar paulatinamente en la reforma y el ajuste fiscales.

Desde el punto de vista del gobierno, el cambio en la situación financiera internacional constatado a fines de 1997 no obligaba a revisar el contenido del programa de gobierno, pero sí alteraba sus ritmos. Tras la crisis asiática, “el tiempo del que disponíamos para hacer el ajuste fiscal poco a poco, mientras avanzaba la reestructuración productiva, es lo que cambia (no el objetivo perseguido). Sin la holgura proporcionada por la liquidez internacional, será necesario acelerar tanto el ajuste fiscal como las reformas y la reestructuración productiva”.⁶⁴ Signo de tal aceleración era el paquete fiscal de noviembre de 1997, que procuraba aumentar ingresos y reducir gastos por un total de 2,5% del producto.

Las medidas de ajuste fiscal tenían otros objetivos más coyunturales, como el de enviar a los mercados financieros un mensaje de credibilidad. En efecto, al mismo tiempo se había elevado fuertemente la tasa interna de interés, y era necesaria una mejoría del resultado fiscal primario para enfrentar los mayores pagos de intereses. Esas medidas parecían tener el efecto esperado: tras un último trimestre de 1997 durante el cual cayeron las reservas y disminuyó muy considerablemente el acceso a los capitales externos, los primeros meses de 1998 mostraron una fuerte entrada de capitales, acumulación de reservas y reducción de las tasas de interés. En ese marco, el ajuste fiscal efectivamente llevado a cabo fue menor al anunciado, en tanto las exportaciones empeoraban su desempeño, con la caída del precio de los productos básicos. De este modo, “esa ganancia de credibilidad (...) se fue perdiendo”, y “el país fue sorprendido por la crisis de Rusia en una posición extremadamente vulnerable –con un déficit público aún elevado y una deuda pública en rápido crecimiento”.⁶⁵

La respuesta, una vez más, fue subir las tasas de interés y anunciar un nuevo plan de ajuste fiscal. Desde el Banco Central, la idea era que “estamos pagando por los errores de otros países”, por “crisis originadas en otra parte del mundo”. Frente a ello, “la respuesta (...) sólo podía ser la respuesta clásica, ortodoxa, a través de la política monetaria, y el Banco Central tiene que cumplir esa misión de utilizar la política monetaria para salvaguardar el poder de compra de la moneda nacional”.⁶⁶ En otras palabras, la subida de la tasa de interés era esencialmente una respuesta a la presión sobre las reservas internacionales, con el objeto de evitar una devaluación por encima de lo programado. De hecho, a partir de la crisis asiática, se comprueba una clara relación inversa entre las variaciones de las reservas internacionales y las de la tasa de interés, con grandes oscilaciones que suelen corresponder al agotamiento de un instrumento de política económica cuando se lo usa claramente fuera de posiciones de equilibrio (gráfico 25). En cuanto al nuevo ajuste fiscal, éste

⁶³ “Las cuentas públicas brasileñas presentan un rápido deterioro a lo largo de los años noventa. Las principales contribuciones para esa situación pueden ser identificadas como el fin de la inflación, que enmascaraba de manera perversa los resultados de las finanzas públicas, y el creciente desequilibrio de las cuentas de la previsión social pública y privada. Los desequilibrios estructurales del régimen fiscal brasileño, agravados por la Constitución de 1988, permanecieron camuflados durante años por la alta inflación. De un lado, como los ingresos estuvieron siempre mejor indexados que los gastos, la inflación aumentaba las recetas nominales y corroía una parte significativa de los gastos en términos reales, generando falsos resultados de equilibrio fiscal”. Véase el resumen del Programa de Estabilidad Fiscal presentado por el gobierno el 28 de octubre de 1998.

⁶⁴ José Roberto Mendonça de Barros y Lídia Goldenstein, *A crise asiática e a estabilização do Brasil*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, 1º de diciembre de 1997. Lo mismo decía Gustavo Franco ante la Confederación de la industria británica el 2 de diciembre de 1997: “No vemos ningún motivo para alterar nuestro plan original, o para revisar nuestros objetivos. (...) Sabemos, sin embargo, que el ambiente internacional se modificó, y que enfrentamos hoy condiciones diferentes: lo que cambia, para nosotros, es el *timing*, no la esencia del proyecto”

⁶⁵ Véase IPEA, *Boletim Conjuntural* N° 44, enero de 1999.

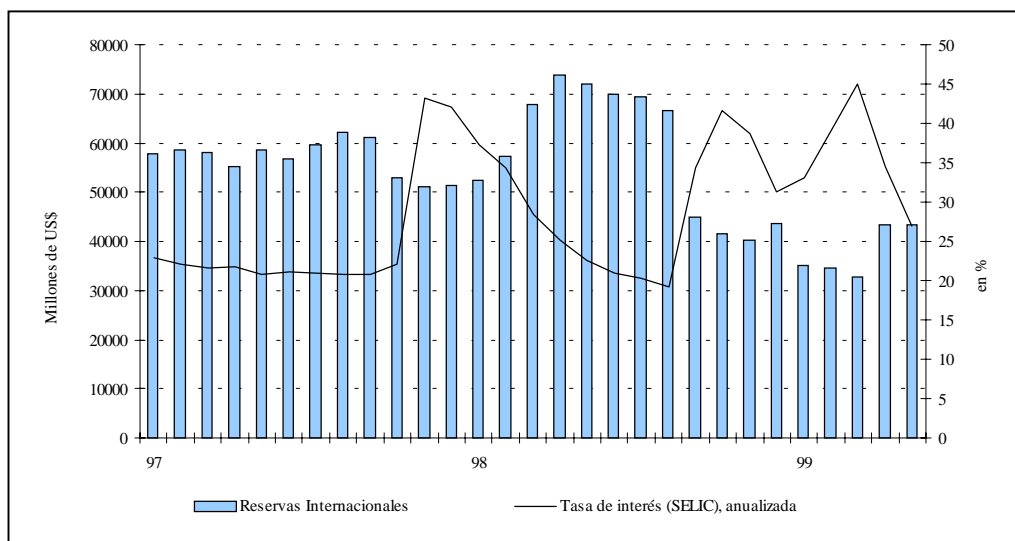
⁶⁶ Gustavo H. B. Franco, *A economia brasileira: evolução e tendências*, discurso ante el XXIX Congreso de la IAFEI, del 21 de septiembre de 1998.

contempla la reforma del sistema de Previsión, un recorte de gastos equivalentes a 1% del presupuesto de 1999 y el aumento de los impuestos.

En el último trimestre de 1998, se llegó a un acuerdo con el FMI, que junto a otros organismos multilaterales y países desarrollados comprometía recursos externos por 41 mil millones de dólares; tal masa de recursos, combinada a las altas tasas de interés internas, debía tener un efecto disuasivo contra posibles presiones contra la moneda. Las metas fiscales, centrales en el acuerdo con el FMI, dependían de lograr una reducción de las tasas de interés, dada la dificultad de lograr nuevos aumentos del superávit primario. A fines de 1998 algunos analistas consideraban que aún era posible evitar una alteración de la política cambiaria, y centraban su esperanza en el éxito del ajuste fiscal: “en ausencia de nuevas turbulencias en el escenario externo, las tasas de interés deberán reducirse a medida que las medidas de ajuste fiscal vayan siendo aprobadas (...). Desde el punto de vista de las cuentas externas, la aprobación de las medidas de ajuste fiscal —y la evolución del déficit, monitoreada por el FMI— contribuiría a restaurar la confianza de los inversores externos, permitiendo la mantención de la actual política de ajuste gradual del tipo de cambio”.⁶⁷

Gráfico 25

EVOLUCIÓN DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES Y DE LA TASA DE INTERÉS INTERNA, ENERO DE 1997-MAYO DE 1999



Fuente: *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números.

Sin embargo, las salidas de capitales de corto plazo recrudecieron a partir de diciembre de 1998, por lo que las reservas internacionales tuvieron una nueva caída, a pesar de un primer desembolso del FMI por 9 400 millones de dólares. Se ha mencionado como detonante al rechazo en el parlamento de una parte de la reforma de la previsión social, y luego al cuestionamiento por parte del nuevo gobierno del Estado de Minas Gerais de las obligaciones financieras con el Estado Federal heredadas de la anterior administración, sobre la base de la elevada carga que le significaba. A mediados de enero, el gobierno anunció la ampliación de la banda de flotación cambiaria, sin que la devaluación resultante de 8% consiguiera frenar la demanda de dólares y la

⁶⁷ Véase IPEA, *Carta de conjuntura*, Nº 85, diciembre de 1998.

pérdida de reservas. Tras sólo dos días de operación del nuevo régimen, se pasó a la libre flotación, lo que supuso una devaluación muy superior: a fines de enero, la cotización del dólar había llegado a 1.98 reales por dólar (frente a 1.21 reales antes del cambio de la política cambiaria), lo que representaba una devaluación algo superior al 60%. Tras alcanzar valores superiores a los 2 reales durante febrero, la cotización del dólar ha ido disminuyendo y a fines de mayo la devaluación respecto de principios de enero ronda un 40%.

8. Perspectivas

La devaluación de enero de 1999 implica un cambio en los precios relativos que debiera llevar, una vez que se superen los problemas de corto plazo, a una más intensa utilización de la capacidad de oferta de la economía, a un incremento de las exportaciones y a una situación más sólida de la balanza de pagos. A la vez, y en la medida que el nuevo sistema de precios adquiera estabilidad y sea visto por los agentes económicos como mantenible en el tiempo, debiera coadyuvar a mejorar los niveles de inversión.

En el corto plazo, sin embargo, una devaluación importante después de varios años de estabilidad cambiaria plantea normalmente una serie de desafíos, a través de sus consecuencias financieras, de las presiones inflacionarias y de los costos fiscales que puede generar. Los riesgos que se preveían en esas áreas serían tanto más serios en la medida en que la propia devaluación alimentara un proceso de especulación que impidiera la estabilización del nuevo tipo de cambio.

Una devaluación real cercana al 30% estaba entre las expectativas del gobierno y probablemente constituye un valor más cercano a un equilibrio exento de factores especulativos. Más aún, en la medida que la inflación anual sea menor al 10%, la devaluación real que se viene produciendo hacia fines del primer semestre está más cerca del 40% real. El hecho de que el dólar haya sobrepasado en el mes de febrero los dos reales hizo temer un problema importante por los efectos que una devaluación de esas proporciones podría tener en los frentes financiero y fiscal y sobre el proceso inflacionario.

La evolución de los meses siguientes muestran que se ha revertido la tendencia inicial y se están logrando valores cercanos a los que espera el gobierno. Naturalmente, en la medida que el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional se consolide y se traduzca en una recuperación de los niveles de reserva tenderá a fortalecerse el real. Otro tanto debiera suceder cuando las exportaciones adquieran un mayor dinamismo. Cabe también tener presente que, ante crisis de esta naturaleza, la tónica a nivel mundial ha sido que en el corto plazo el ajuste de las cuentas externas se produce fundamentalmente por la vía de la reducción de las importaciones. Las cifras de los últimos meses muestran que las importaciones del período enero-mayo de 1999 han caído en 21% respecto de igual período del año pasado y en 14% en los últimos 12 meses con relación a los 12 meses precedentes.

En los aspectos financieros, los pasivos indizados en dólares, ya sea por endeudamiento externo o interno, se transforman en una carga para los agentes que deban afrontar el costo de la devaluación. Aparentemente, el sector afectado seriamente por este fenómeno sería el sector público que asumió en muchos casos los riesgos cambiarios del endeudamiento privado en dólares y emitió papeles en dólares. Por lo contrario, el sector bancario privado no habría sido afectado e incluso algunos de ellos se habrían visto beneficiados con la devaluación.

En los aspectos inflacionarios, cabe destacar que la economía brasileña es extraordinariamente cerrada en términos de la relación entre el comercio exterior y el producto, y que en la actualidad las tendencias recesivas se constituyen en factores antiinflacionarios. Más aún, muchos ven en la evolución de los precios una demostración de que el Plan Real habría conseguido una ruptura de las expectativas inflacionarias que caracterizaban a Brasil. La evolución más reciente muestra que los factores mencionados, además de la reversión de la subida inicial del precio del dólar, permiten esperar que la inflación de 1999, medida por los precios al consumidor, no alcance al 10%. De hecho, en los primeros cinco meses, el INPC acumuló un 3.8% de crecimiento, en tanto el índice general de precios (IGP-DI) subió un 7.4%.⁶⁸ Esta discrepancia indica una modificación de precios relativos; cálculos realizados para el primer trimestre de 1999 muestran que en ese período, los precios al consumidor de los bienes transables internacionalmente crecieron un 5.8%, y los no transables lo hicieron sólo un 2.1%.

El problema de más difícil solución es el costo fiscal heredado de las políticas previas y el hecho que en el marco de los acuerdos con el Fondo Monetario Internacional se utilizará intensamente la política monetaria para estabilizar el real y mantener restringido el nivel de actividad. Una tasa de interés elevada puede tener efectos sumamente negativos sobre los sectores muy endeudados o que tienen dificultades financieras, encabezados por el sector público. Hacia fines del primer semestre han bajado las tasas de interés, pero siguen siendo altas en términos reales. Todo indica que en el primer semestre se lograrán las metas acordadas con el FMI en términos de ingresos primarios. No obstante, el examen de la situación fiscal merece una consideración adicional.

Se ha otorgado una gran importancia al resultado fiscal primario. Se supone que el logro de un superávit en este saldo conlleva una corrección estructural que los agentes internos y externos interpretarán como una señal clave para sus conductas. Los resultados de los primeros meses fueron alentadores pero no parece haberse mantenido la tendencia en el mes de mayo. En cualquier caso, no debe olvidarse que la deuda pública interna neta alcanzaba a comienzos de año, después de la devaluación, alrededor de 370 mil millones de reales, y bordea el 38% del PIB. A la vez, la tasa de interés nominal ha superado en promedio el 30% en el primer semestre, con lo que la tasa real está algo por arriba del 25%. De este modo, los intereses en este período representan alrededor del

⁶⁸ La cifra más reciente disponible corresponde al Índice de Precios al Consumidor Ampliado, que como el INPC es calculado por el IBGE, y arroja una inflación de 4% para el primer semestre de 1999.

10% del PIB, sin tener en consideración el endeudamiento público neto externo. En estas circunstancias, no cabe duda que las posibilidades de modificar los plazos y los niveles de los intereses de la deuda jugarán un papel central una vez superados los problemas del muy corto plazo que siguieron a la devaluación.

La consolidación de la situación de reservas, la reactivación de las exportaciones y la mantención de reducidas presiones inflacionarias debieran reducir la necesidad de mantener tasas de interés elevadas asociadas a la situación de balanza de pagos. A la vez, en la medida que se logren restablecer condiciones más favorables en los mercados externos de capitales no especulativos, junto con aliviarse las presiones externas, se podrían abrir posibilidades para que el gobierno pudiera avanzar en la reestructuración de su deuda. A este respecto, en el primer semestre sólo se ha tenido acceso a cantidades limitadas de endeudamiento externo y a tasas que son aún muy elevadas.

Otro instrumento de política que el gobierno parece dispuesto a poner en ejecución es el de la aceleración de las privatizaciones, lo que si bien constituye un instrumento útil en el corto plazo, conlleva decisiones de política de carácter estructural cuyas implicaciones no pueden dejar de tenerse presente. La experiencia latinoamericana muestra que de adoptarse políticas intensas de privatización, resulta imprescindible llevar adelante con rapidez políticas de regulación, lo que constituye un desafío institucional apreciable.

La vulnerabilidad mostrada por la economía brasileña al contexto internacional pone además en la agenda de política el tema de las reformas del sistema financiero internacional. En el último tiempo, han surgido iniciativas tendientes a rediseñar ese sistema para evitar o reducir los costos que para los países en desarrollo tienen su funcionamiento, especialmente para aquellos países que han procurado ajustarse a los requisitos del FMI y en los cuales ha sido necesario sacrificar el crecimiento económico para mantener la estabilidad de precios y los equilibrios externos. Asimismo, el aparente regreso de capitales financieros al Brasil que se estaría verificando y que explicaría en parte la estabilización del tipo de cambio, vuelve a plantear a la política económica la necesidad de prevenir posibles efectos desestabilizadores, desalentando la entrada de capitales especulativos.

La recesión económica viene gestando niveles elevados de desempleo abierto, que durante el segundo trimestre de 1999 se situó en valores estables en torno al 8%, y una creciente precarización del empleo, lo que seguramente redundará en rezagos en el área social. La necesidad de atender a los grupos más vulnerables y perjudicados por la crisis también indica que las metas fiscales debieran considerar este hecho.

La contracción del crecimiento económico del primer semestre será más reducida que las que anticipaban expectativas pesimistas que acompañaron a la devaluación. Un crecimiento agrícola especialmente elevado en el primer trimestre y algunas medidas fiscales en el sector industrial lograron moderar la recesión. También debiera tenerse presente que, en el caso de Brasil, los hogares del 10% de mayores ingresos captan alrededor del 45% del ingreso total de los hogares y que el 30% superior supera el 70%. Como es sabido, las conductas de consumo de los grupos de mayores ingresos no están únicamente asociadas al ingreso corriente, y existe una probabilidad no despreciable de que hayan sido beneficiados por la devaluación; de hecho, algunos bienes de consumo duradero o la inversión en vivienda que no sufrieron incrementos importantes expresados en reales, vieron caer sus precios en términos de dólares. Estos factores podrían así atenuar la reducción del consumo privado agregado, pese al incremento del desempleo y a los menores ingresos de los sectores más pobres.

Una mirada de mediano plazo permite afirmar que en la economía brasileña existen numerosos factores que debieran permitirle una recuperación del crecimiento económico en períodos similares e incluso menores a los que mostraron Argentina y México tras la crisis de 1995.

9. Conclusiones

La devaluación de comienzos de 1999 puso fin a una etapa de la política económica brasileña iniciada con el lanzamiento del Plan Real. El programa de estabilización con que ese plan es identificado habitualmente se enmarca en un proceso de profundas reformas macroeconómicas e institucionales. El gobierno confiaba en que la combinación de este programa y este proceso sentaría las bases para una transformación económica de nuevo cuño que haría posible un crecimiento económico intenso y sostenible en el nuevo contexto internacional.

La evaluación del quinquenio 1994-1998 debiera por tanto examinar tanto el devenir macroeconómico que culminó en la devaluación como y la marcha de la transformación y del crecimiento económico.

El período 1994-95 resultó extraordinariamente exitoso. Se aceleró el crecimiento económico, mejoraron las condiciones de vida de vastos grupos de la población, se redujo significativamente el porcentaje de población en situación de pobreza, las cuentas fiscales mostraban, hasta mediados de 1995, superávit primario y déficits operativos reducidos. La situación de balanza de pagos era sólida, aumentaban las reservas, se resistió con éxito los efectos de la crisis mexicana y, sobre todo, se había controlado una de las inflaciones más altas del mundo sin pasar por un período recesivo.

Es a partir de 1996 que comenzaron a aparecer síntomas de dificultades y donde adquirió creciente intensidad el debate en torno a la política económica. Dos focos de controversia destacaban sobre el resto: la mantención del tipo de cambio y la estabilidad de precios en presencia de déficits crecientes de balanza de pagos y del sector público, por una parte, y la marcha de la transformación productiva, por la otra. En particular, se empezó a cuestionar la capacidad de crecer con un esquema que privilegiaba la mantención del tipo de cambio como instrumento para la estabilidad de precios.

El debate recogió dos interpretaciones distintas para el creciente endeudamiento público interno y externo y para el déficit comercial y de cuenta corriente en la balanza de pagos. Para los defensores de la política, esos eran síntomas de que se avanzaba en el sentido correcto, y que estaba en marcha una transformación profunda hacia la eficiencia económica. Según ellos, los resultados positivos en términos de inversión, exportaciones y producción estaban en plena gestación y pronto darían estabilidad macroeconómica al proceso; la posibilidad de endeudarse permitía llevar a cabo las reformas sin forzar el paso en términos de costos en el corto plazo; la situación macroeconómica era sólida y no había síntomas serios de vulnerabilidad.

Los críticos sostenían que los desequilibrios eran crecientes, que la macroeconomía era cada vez más vulnerable, y que el objetivo de la estabilidad de precios estaba frenando la actividad y la transformación económica, y llevaba al estancamiento, sino a la recesión, con efectos nocivos sobre el empleo.

Una mirada retrospectiva permite hoy afirmar que parece haberse subestimado la creciente vulnerabilidad externa que enfrentan los países en desarrollo en el actual contexto internacional y sobrestimado los efectos que las reformas y el sistema de precios producirían en términos de transformación productiva y crecimiento, y que no se ha otorgado suficiente importancia al crecimiento simultáneo de los déficit fiscal y de balanza de pagos. A la vez, el proceso de reformas llevado adelante por el gobierno, junto con fortalecer la capacidad competitiva y la eficiencia de algunos sectores, trajo aparejados costos políticos y económicos que parecen haber sido subestimados en algún grado.

Especial incidencia parece haber tenido el crecimiento del endeudamiento público externo e interno. El concepto de endeudamiento público externo neto, utilizado para juzgar el grado de vulnerabilidad externa, si bien era funcional para el cálculo de intereses, no lo era tanto para juzgar la situación patrimonial, en especial cuando las divisas pueden ser objeto de ataques especulativos. A la vez, no parece haberse atribuido suficiente importancia al endeudamiento interno, que jugó un papel central en el creciente déficit público. En efecto, éste creció desde 100 mil millones de reales en 1994 a unos 400 mil millones en 1998.⁶⁹ Los principales factores que subyacen bajo este crecimiento fueron el costo de la reestructuración bancaria, la necesidad de esterilizar moneda que origina el aumento de las reservas internacionales, el hecho de que el balance fiscal primario dejó de ser una fuente de financiamiento a partir de 1995, el reconocimiento de deudas anteriores que no estaban debidamente registradas y la persistencia durante los cinco años de elevadas tasas de interés. Los intereses de la deuda interna pasaron de representar un 3.1% a un 7.3% del PIB entre 1994 y 1998.

Numerosos fueron los motivos aludidos para mantener tan elevadas tasas de interés real: las crisis internacionales y los ataques especulativos que las acompañaban, la necesidad de reducir el nivel de actividad que en el esquema de política acentuaba el déficit externo, la necesidad de esterilizar moneda originada por la acumulación de reservas. Lo que resulta claro,

⁶⁹ La cifra oficial de la deuda neta interna del sector público es de 329 millones de reales en diciembre de 1998; si a esa deuda neta se le quita (siguiendo los criterios expuestos por Carlos Eduardo de Freitas, *op.cit.*), las acreencias hacia fuera del sector público que son no fungibles o incobrables, nos acercamos a los 400 mil millones de reales, o 44% del PIB

retrospectivamente, es que la mantención por 5 años de tasas reales de ese nivel difícilmente podía llevar a un mayor equilibrio macroeconómico, y que por lo contrario apuntaba hacia crecientes desequilibrios. Así, si los acreedores de la deuda interna la hubieran renovado capitalizando los intereses, ese sólo hecho explicaría al menos la duplicación de los 100 mil millones iniciales de la deuda interna. También parece haber conspirado contra la situación fiscal el creciente estancamiento económico que, como es sabido, tiende a dificultar el manejo del gasto público, al aumentar las demandas en momentos en que se estancan o reducen los ingresos.

Los incrementos iniciales del coeficiente de inversión y las reformas administrativas que emprendieron muchas empresas parecieron generar una excesiva confianza en que se había puesto en marcha un intenso proceso de transformación y crecimiento que no resultó confirmado por los hechos. En efecto, la recuperación de la inversión en el bienio 1994-95 fue seguida por una caída del coeficiente de inversión en los años posteriores. Es cierto que la recuperación de la demanda interna, el establecimiento del Mercosur y la apertura externa llevaron a un miniciclo de inversiones y a una reforma administrativa de las empresas. No obstante, no llevaron a una clara expansión de la capacidad productiva, no gestaron un incremento importante de las exportaciones globales y afectaron seriamente a algunos sectores como el productor de bienes de capital. Más aún, todo parece indicar que importantes sectores empresariales siguieron colocando al menos parte de sus excedentes en papeles de la deuda pública, lo que pone en evidencia que las elevadas tasas de interés, el tipo de cambio vigente y la apertura, no gestaron un ambiente económico adecuado para desencadenar un proceso dinámico de inversión.

En síntesis, la mantención de la política económica y la acentuación del uso de la política monetaria terminaron por frenar los cambios de fondo de la economía real, acentuando los desequilibrios externos e impidiendo la reducción de la deuda pública pese a contar con los recursos de las privatizaciones, y desembocaron en el estancamiento económico y en mayor desempleo abierto. La situación terminó de complicarse cuando ya asentadas las dudas sobre la marcha macroeconómica y productiva del proceso se produjo la crisis rusa y se hizo evidente que las elevadas tasas de interés eran insuficientes para frenar el ataque al tipo de cambio.

Bibliografía

- Azevedo, Simone, (1999), “Desvalorização cambial multiplica lucro de bancos”, artículo aparecido en *O Estado de São Paulo*.
- Barros de Castro, Antônio, (1998), “Limitações e potencialidades da nova safra de investimentos”, entrevista concedida al *Jornal dos Economistas*, reeditada en *Visões da crise*, Rio de Janeiro, Ed. Contraponto.
- Banco Central do Brasil, *O Banco Central e as novas técnicas de saneamento do Sistema Financeiro Nacional após a estabilização monetária*, en www.bcb.gov.br
- Banco Central do Brasil, *Programa de Estabilidade Macroeconômica*, en www.bcb.gov.br
- Banco Central do Brasil, (1999), *Evolução do Sistema Financeiro Nacional”, Relatório Semestral de Mês de Dezembro de 1998*, Anexo 1, en lira.bcb.gov.br/deorf/rl199812/Anexo3
- Banco Central do Brasil, *Boletim do Banco Central do Brasil*, varios números.
- Banco Central do Brasil, *Boletim do Banco Central do Brasil, Suplemento Estatístico*, varios números.
- Banco Central do Brasil, (1998), *Boletim do Banco Central do Brasil, Relatório 1997*.
- Banco Central do Brasil, *Instrumentos utilizados para a estabilidades do sistema financeiro*, en www.bcb.gov.br/htms/FiscBan/instrume
- Baumann, Renato y Mussi, Carlos, (1999), *Algumas características de la economía brasileña después del Plan Real*, CEPAL, Oficina de Brasília, LC/BRS/DT.018.
- Bielschowsky, Ricardo (coordinador), (1999), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90 – Indústria, mineração, petróleo e infra-estrutura*, CEPAL, Oficina de Brasília.
- Cardoso, Fernando H., (1998), *O presidente segundo o sociólogo*, Entrevista de Fernando Henrique Cardoso a Roberto Pompeu de Toledo, São Paulo, Companhia das Letras.

- CEPAL, División de Estadísticas y Proyecciones Económicas, Series anuales del balance de pagos y de cuentas nacionales.
- CEPAL, (1998), División de Estadísticas y Proyecciones Económicas, “Clasificaciones estadísticas internacionales incorporadas en el banco de datos del comercio exterior de América Latina y el Caribe de la CEPAL (Revisión I), *Cuaderno Estadístico de la CEPAL* N° 25, Santiago de Chile, julio.
- CEPAL, (1997), División de Estadísticas y Proyecciones económicas, *Estrategia de apertura comercial; planteo teórico y evidencias empíricas*, LC/R.1732, 19 de junio.
- Conjuntura Econômica*, Revista de la Fundação Getúlio Vargas, (1998), “Ajustando para sobreviver, os bancos que mais crescem no país”, Número especial, noviembre.
- De Castro Cerqueira, Daniel Ricardo, (1998) “Créditos e inadimplência no sistema financeiro nacional: evolução recente”, Nota Técnica en IPEA, *Boletim Conjuntural* n°42, julio.
- De Freitas, Carlos Eduardo, (1998), *A reavaliação da dívida pública federal brasileira*, Investigación contratada por CEPAL, Brasilia, diciembre.
- Delfim Netto, Antônio, (1998), “O desemprego é a âncora do Real”, entrevista concedida al *Jornal dos Economistas*, reeditada en *Visões da crise*, Editorial Contraponto, Rio de Janeiro, octubre.
- Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial, (1997), *Brazil, The Real Plan for Success*, A Latinfinance Governemnt Relations Supplement, septiembre.
- Franco, Gustavo H. B., (1997), Discurso pronunciado ante la Confederación de la industria británica el 2 de diciembre, en www.bcb.gov.br/htms/artigos/.
- Franco, Gustavo H. B., (1998), Exposición a la Comisión de Asuntos Económicos del Senado Federal, 17 de junio, en www.bcb.gov.br/htms/artigos/.
- Franco, Gustavo H. B., (1998), *A economia brasileira: evolução e tendências*, discurso ante el XXIX Congreso de la IAFEI, del 21 de septiembre, en www.bcb.gov.br/artigos/.
- Franco, Gustavo H. B., (1998), *A dívida externa acabou?*, en www.bcb.gov.br/artigos/.
- Franco, Gustavo H. B., (1999), *Seis anos de trabalho: um balanço*, discurso pronunciado en febrero, en www.bcb.gov.br/htms/artigos/.
- Gomes, Gerson, (1997), *Tres anos de Real: a desorganização da economia*, Gabinete de la Diputada Federal María da Conceição Tavares, Brasília, agosto.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Dirección de Pesquisas, Departamento de Contas Nacionais, *Sistema de Contas Nacionais Brasil*, Rio de Janeiro, varios años.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Indicadores de producción industrial, en www.ibge.gov.br.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Series de precios, en www.ibge.gov.br.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), *Boletim Conjuntural*, varios números
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), (1998), *Panorama da Economia Mundial*, N° 28, enero.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), (1998) *Carta de conjuntura*, n° 85, diciembre.
- Mendonça de Barros, José Roberto y De Almeida Júnior, Mansueto Facundo, *Análise do ajuste do sistema financeiro no Brasil*, (1997), Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, Brasilia, mayo.
- Mendonça de Barros, José Roberto, Laboissiere Loyola, Gustavo Jorge y Bogdanski, Joel, (1998), *Reestruturação do Setor Financeiro*, Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, Brasilia, enero.
- Mendonça de Barros, José Roberto y Goldenstein, Lídia, (1997), *A crise asiática e a estabilização do Brasil*, Ministerio da Fazenda, Secretaría de Política Econômica, diciembre.
- Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, *Boletim de acompanhamento macroeconômico*, varios números.
- Ministério da Fazenda, Gabinete do Ministro, (1994), Mensaje Interministerial N° 205 dirigido al Presidente de la República el 30 de junio, en www.fazenda.gov.br.
- Ministério da Fazenda, (1996), Medida provisória dos bancos estaduais, MP n°1514 del 7 de agosto de 1996, en www.fazenda.gov.br/portugues/ajuste/mpesta.
- Ministério da Fazenda, (1997), *Créditos suplementares ao orçamento geral da União: reestruturação de dívidas e saneamento de bancos estaduais*, fazenda.gov.br/portugues/ajuste/ajnota1.
- Monteiro Considera, Claudio, Mansur Levy, Paulo y Medina, Mérida H., (1998), “O que está acontecendo com o investimento?”, Nota Técnica, IPEA, *Boletim Conjuntural* n° 40, enero.
- Nogueira Batista Júnior, Paulo, (1998), “Riscos de uma trajetória insustentável”, entrevista concedida al *Jornal dos Economistas*, reeditada en *Visões da crise*, Editorial Contraponto, Rio de Janeiro, octubre.

- Sáinz Pedro y Alfredo Calcagno, (1992), “En busca de otra modalidad de desarrollo”, *Revista de la CEPAL* N° 48, Santiago, Chile, diciembre.
- Serrano, Franklin, (1998), *Tequila or Tortilla? Notes on the Brazilian economy in the Nineties*, IE/Universidad Federal de Rio de Janeiro, enero.
- Tavares, María da Conceição, (1998), “Queremos uma nação democrática e multirracial”, entrevista concedida al *Jornal dos Economistas*, reeditada en *Visões da crise*, Editorial Contraponto, Rio de Janeiro, octubre.
- Varsano, Ricardo, Rodrigues Afonso, José Roberto, Amorim Araujo, Erika, De Paula Pessôa, Elisa, Maciel Ramundo, Júlio César y Costa da Silva Napoleão Luiz, (1998), “A carga tributária brasileira”, Nota Técnica, IPEA, *Boletim Conjuntural* N° 40, enero.
- West Merchant Bank Limited, *Investment Review*, Londres, varios números.



NAÇÕES UNIDAS



Serie

temas de coyuntura

Números publicados

- 1 Reforming the international financial architecture: consensus and divergence, José Antonio Ocampo, (LC/L.1192-P), Número de venta: E.99.II.G.6 (US\$10.00), 1999. **www**
- 2 Finding solutions to the debt problems of developing countries. Report of the Executive Committee on Economic and Social Affairs of the United Nations (New York, 20 May 1999) (LC/L.1230-P), Número de venta: E.99.II.G.5 (US\$10.00), 1999. **www**
- 3 América Latina en la agenda de transformaciones estructurales de la Unión Europea. Una contribución de la CEPAL a la Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de América Latina y el Caribe y de la Unión Europea (LC/L.1223-P), Número de venta: S.99.II.G.12 (US\$10.00), 1999. **www**
- 4 La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis, Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno, (LC/L.1232-P), Número de venta: S.99.II.G.13 (US\$ 10.00), 1999. **www**

Otras publicaciones de la CEPAL relacionadas con este número

- Baumann, Renato y Mussi, Carlos, (1999), *Algunas características de la economía brasileña después del Plan Real*, CEPAL, Oficina de Brasilia, LC/BRS/DT.018, julio.
- Bielschowsky, Ricardo (coordinador), (1999), *Determinantes dos investimentos na transição da economia brasileira dos anos 90 – Indústria, mineração, petróleo e infra-estrutura*, CEPAL, Oficina de Brasilia.
- CEPAL, (1999), *Panorama Social de América Latina 1998*, LC/G.2050-P, Santiago de Chile, abril.
- CEPAL, (1999), *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe*, LC/G.2043-P, febrero.
- CEPAL, (1998), División de Estadísticas y Proyecciones Económicas, “Clasificaciones estadísticas internacionales incorporadas en el banco de datos del comercio exterior de América Latina y el Caribe de la CEPAL (Revisión I), *Cuaderno Estadístico de la CEPAL* N° 25, Santiago de Chile, julio.
- CEPAL, (1997), División de Estadística y Proyecciones económicas, *Estrategia de apertura comercial; planteo teórico y evidencias empíricas*, LC/R.1732, 19 de junio.
- Sáinz Pedro y Alfredo Calcagno, (1992), “En busca de otra modalidad de desarrollo”, *Revista de la CEPAL* N° 48, Santiago, Chile, diciembre.

- El lector interesado en adquirir números anteriores de esta serie puede solicitarlos dirigiendo su correspondencia a la Unidad de Distribución, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile, Fax (562) 210 2069, publications@eclac.cl.

- **www** : Disponible también en Internet: <http://www.eclac.cl>

Nombre:.....

Actividad:.....

Dirección:.....

Código postal, ciudad, país:

Tel.: Fax: E.mail: