

DEPENDENCIA SIN DESARROLLO: LOS LÍMITES Y  
CONTRADICCIONES DE LA INSERCIÓN INTERNACIONAL  
BRASILEÑA EN LOS AÑOS NOVENTA\*

MARCOS ANTONIO MACEDO CINTRA\*\*

INTRODUCCIÓN

Las crisis monetarias, financieras y cambiarias de México (1995), de los países del Sudeste Asiático (1997-1998), de Rusia y Venezuela (1998) y de Brasil y Ecuador (1999) mostraron un proceso común subyacente a la inestabilidad económico-financiera en los países periféricos, llamados emergentes (Chesnais, 1998). Todos esos países efectuaron una liberalización de su cuenta de capitales y una desregulación financiera, quedando sometidos a la dictadura de los mercados financieros nacionales e internacionales, es decir, sujetos a fugas de capitales y a amenazas de colapsos financieros y de ataques especulativos contra sus monedas. En todos estos episodios, la inestabilidad cambiaria se inició con un

---

Manuscrito recibido en junio de 2001; versión final, septiembre de 2002.

El autor agradece los comentarios de dos dictamindores anónimos.

\* Traducción del portugués al español: Irén Castillo y Mónica Pliego.

Título original: Dependência sem desenvolvimento: os limites e contradições da inserção internacional brasileira dos anos 90.

\*\* Doctor por el IE/Unicamp, investigador de la Diretoria de Economía del Sector Público de la Fundap y profesor en la Universidad Ibirapuera. E-mail: mcintra@fundap.sp.gov.br.

aumento significativo de las entradas de capitales, seguido por una abrupta pérdida de divisas.

Si se consideran las reglas y prácticas monetarias y financieras prevalecientes a principios de los años noventa en condiciones de estabilidad cambiaria, se puede afirmar que los prestamistas y prestatarios fueron más negligentes en relación con el riesgo, al incrementar de manera progresiva las entradas de capital en las economías emergentes. Pero, a su vez, los flujos de entrada de capitales reforzaron las expectativas de estabilidad cambiaria, al atraer grandes volúmenes de recursos hacia las bolsas de valores, las inversiones en renta fija y la compra de activos reales. Con la entrada de capitales, el tipo de cambio tendió a revaluarse y la tasa de interés se elevó puesto que incluía un “ premio de riesgo” que obedecía a la expectativa de devaluación del tipo de cambio.

Tal combinación estimuló el endeudamiento externo de los agentes domésticos —bancos y grandes empresas— que tomaron la decisión de apalancarse creditivamente (y al límite en el caso de los bancos) en las monedas subvaluadas, con tasas de interés menores. Así, en el contexto de diferenciales de tasas interés entre los mercados financieros nacionales, los arbitrajes entre tasas de interés tendieron a autorreforzar y no a homogeneizar las diferencias entre las diversas plazas. Las continuas entradas de capitales basadas en los diferenciales de rentabilidad, incrementaron el valor de la moneda local, retroalimentándolas y elevando los pasivos externos. El aumento de las reservas internacionales dio a la inserción internacional (con endeudamiento externo) la impresión de ser un fuerte lastre y, por consecuencia, fortaleció la credibilidad necesaria en el tipo de cambio vigente. Entretanto, la esterilización de divisas, esto es, el intercambio de moneda extranjera por títulos públicos denominados en moneda nacional e/o indexados al dólar, incrementó la deuda pública interna y presionó al alza la tasa de interés en los mercados monetarios domésticos, reforzando el diferencial entre las tasas de interés y atrayendo más flujos de capitales en busca de arbitrajes muy rentables.

De esta forma, a pesar de las particularidades características de cada país, la movilidad de los flujos de capitales ocasionó en Asia, América Latina y Europa Oriental un conjunto insostenible de revaluación

cambiaria, elevación de la deuda externa privada y de la deuda interna pública que desembocaron en crisis cambiarias, fragilidad de los sistemas financieros y falta de liquidez en los mercados domésticos. Por tanto, los sucesivos y turbulentos movimientos financieros que asolaron a las economías emergentes estuvieron asociados con la inestabilidad intrínseca de los mercados de capitales internacionalizados y desregulados.

### 1. EL MODELO DE INTEGRACIÓN COMPETITIVA: ESTABILIZACIÓN CON APERTURA COMERCIAL Y FINANCIERA

Fue a ese patrón de flujos de capitales volátiles, predominante en los mercados financieros globalizados, sujeto a las turbulencias de los mercados de capitales y cambiarios, que las élites gobernantes sometieron a la economía brasileña. Desde el inicio, el gobierno del presidente Fernando Henrique Cardoso tomó partido por la internacionalización y apostó a que la oportunidad histórica del país estaría en la adhesión a la ola de reformas liberalizantes que arrasó al mundo a partir de principios de los años ochenta. El proceso de modernización de la economía pasaba por la reinscripción de Brasil en el circuito del capital mundializado, dado que no existía alternativa a la integración subordinada del país al proceso de restructuración capitalista, salvo la marginación y la miseria.

Esa estrategia adoptada por las élites dirigentes llevó al paroxismo el proceso de “desarrollo dependiente y asociado”, descrito por el profesor Fernando Henrique Cardoso a finales de los años sesenta, según el cual la burguesía brasileña había renunciado a cualquier intento de dirigir el desarrollo capitalista brasileño (Cardoso & Faletto, 1970). Con anterioridad, el desarrollo económico y social se había presentado con la participación del capital extranjero y de las empresas estatales. En las condiciones actuales, el crecimiento sólo podía tener lugar si se profundizaba la asociación con los mercados globalizados y desregulados, capaces de operar una eficiente y equilibrada asignación de los recursos provenientes de los inversionistas privados, sobre todo de los internacionales.

El modelo de restructuración, la llamada “integración competitiva” sustentado en un tipo de cambio real, se basaba en tres premisas

fundamentales: la estabilidad de precios domésticos favorecería la perspectiva económica de largo plazo y estimularía la inversión privada nacional; debido a las nuevas oportunidades de negocios, la inversión extranjera directa también se expandiría; en consecuencia, la economía presentaría incrementos importantes en productividad, ganando competitividad en los mercados externos (Franco, 1998). La cercanía en las relaciones entre las firmas que operan en Brasil y la red productiva internacional respondería a la aportación de innovaciones tecnológicas, bienes de capital e insumos, y mayores oportunidades comerciales y de inversión, con ganancias de productividad y reducciones a los costos operativos y financieros. Esa estrategia permitiría la expansión de las exportaciones y restauraría el desequilibrio comercial, considerado como “temporal”. En realidad, el déficit externo inicial sería un factor de renovación de la economía, financiable por el capital externo. A su vez, la rigidez cambiaria y los tipos de interés elevados tuvieron un impacto fiscal negativo, pero de naturaleza transitoria. Las diferentes reformas del sector público, como las privatizaciones y la reducción en las necesidades de financiamiento, acrecentada por la expansión del sector privado modernizado, generarían un incremento en la base de recaudación capaz de permitir el rescate de la deuda pública.

Entretanto, la apertura comercial<sup>1</sup> asociada con la revaluación del tipo de cambio y las altas tasas de interés que prevalecieron desde el inicio del Plan Real, inhibieron el espíritu emprendedor de los empresarios nacionales y extranjeros. En un principio, el ingreso de inversionistas extranjeros estuvo relacionado con la gran oferta de fondos líquidos en la economía mundial a la búsqueda de oportunidades lucrativas. Después, el volumen de inversión extranjera directa se expandió de forma espectacular.<sup>2</sup> En 1998, el país recibió US\$ 25.9 billones, mientras que en 1994

<sup>1</sup> La tarifa promedio de importación brasileña cayó de 51% en 1985 a cerca de 14.3% en 1994 y a 11.1% en 1997. En 1998, se presentó una reacción a los persistentes desequilibrios externos y la tarifa promedio aumentó a 14.6% (Silva, 1999).

<sup>2</sup> En algunos casos, como en el de las ensambladoras de automóviles, la entrada de inversión extranjera se relaciona también con los incentivos fiscales concedidos por los gobiernos estatales, mediante una “guerra fiscal” (Prado & Cavalcanti, 1998).

había recibido apenas US\$ 1.9 billón (cuadro 1). Sin embargo, gran parte de estos recursos —ávidos de rápidos y elevados resultados— fue destinado a las privatizaciones. Otra porción importante fue para la adquisición de empresas brasileñas privadas. Fueron, por tanto, adquisiciones de empresas ya existentes: meras transferencias de propiedad. El resto fue invertido en multinacionales ya instaladas en el país. Apenas una pequeña parte del total de las entradas representó creación de nueva capacidad productiva (cuadro 2).

**CUADRO 1.**  
***Movimiento líquido de capitales - Brasil (1993-1999)***  
 US\$ millones

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
<b>Movimiento líquido de capitales</b>	8 482	9 775	30 196	34 103	60 882	25 661	16 553
Inversión	6 170	8 131	4 663	15 540	20 664	20 883	30 150
Extranjera	7 264	9 251	6 607	16 016	22 233	24 281	31 518
IED	614	1 972	4 313	9 976	17 083	25 893	29 996
Cartera	6 650	7 280	2 294	6 040	5 300	-1 843	1 522
Bolsa de Valores de Sao Paulo	...	542	513	3 379	523	-2 621	2 232
Brasileña (a)	-1 094	-1 037	-1 559	56	-1 569	-3 398	-1 368
Financiamiento de medio y largo plazo (b)	-2 908	-1 907	-2 198	-2 005	13 782	3 788	-4 928
Empréstitos de Medio y Largo plazo (c)	5 865	3 712	9 113	14 696	7 067	27 754	-157
Financiamiento disponible para brasileños	-245	-450	-679	-211	-1 836	-2 755	-583
Capital de corto plazo (d)	900	909	18 834	5 752	17 531	-27 320	-9 864
Otros (e)	-1 300	-640	463	331	3 674	3 311	1 935
<i>Memorandum</i>							
Tasa de Inversión (en % de PIB)	14.4	15.3	16.6	16.5	17.9	17.4	17.2
Inversión Extranjero/Inversión Total (en %)	1.2	2.4	3.7	7.8	11.9	19.0	19.4
Inversión Extranjera/PIB (en %)	0.2	0.4	0.6	1.3	2.1	3.4	3.3

Fuente: Banco Central de Brasil, *Boletín y Nota para Imprenta*, varios números.

Notas: (a) Inversión de brasileños en el exterior;

(b) Incluye organismos multilaterales, agencias gubernamentales y proveedores/compradores;

(c) Incluye *papel comercial, bonos, notas* (con tasas de interés fijas y variables), empréstitos intercompañías, etc.;

(d) Incluye líneas de crédito;

(e) Incluye operaciones de regularización y otros.

CUADRO 2.  
*Perfil de las inversiones extranjeras directas en Brasil*

	en %
Multinacionales instaladas en el país	40 a 45
Privatizaciones	30 a 35
Adquisiciones de empresas privadas en el Brasil	15 a 20
Creación de nuevas empresas en el país	5 a 10

Fuente: Laplane & Sarti (1997).

Esa transferencia en la propiedad de activos nacionales entre el sector público y el sector privado aumentó la participación del capital extranjero en el valor bruto de la producción doméstica de 13.5% a 20.8%, en el total de las ventas del sector industrial de 52.2% a 60.6%, en el total de las ventas del sector servicios de 9.1% a 38.2%, entre 1995 y 1998 (cuadro 3). No obstante, tuvo una ligera influencia positiva sobre la inversión (cuadro 1). Entre 1995 y 1997, se observó un miniciclo de modernización, con una tasa de inversión que representó 17.9% del PIB. La participación de la inversión extranjera en la inversión total se elevó de 3.7% a 11.9%, durante el mismo período.<sup>3</sup>

---

<sup>3</sup> Se afirma que los indicadores de inversión extranjera directa (IED)/inversión total e inversión extranjera directa/PIB apenas hacen explícita la creciente importancia de estos flujos. Ellos no permiten evaluar con rigor la contribución del capital extranjero a la formación bruta de capital fijo. Esto se debe a que no todos los flujos de IED representan inversión fija. Además, la significativa contribución de las compañías extranjeras a la formación bruta de capital fijo no es capturada por los flujos de IED, medidos a partir de la cuenta de la balanza de pagos (Laplane & Sarti, 1999: 13).

CUADRO 3.  
*Indicadores de la participación de capital extranjero  
 en la economía brasileña (1995-1999)*

En porcentaje

	1995	1996	1997	1998	1999
Valor bruto de la producción	13.5	15.5	18.3	20.8	24.6
Exportaciones de agronegocios	20.2	18.8	31.8	30.2	-
Ventas de las grandes empresas	33.3	34.1	36.3	43.5	44.7
Ventas del sector industrial	52.2	53.9	55.5	58.5	60.6
Ventas del sector de servicios	9.1	10.2	11.4	38.2	39.0

Fuente: Gonçalves (2000).

El cuadro 4 muestra la evolución de las inversiones en los principales segmentos de la industria de transformación. Se observa que hubo un comportamiento relativamente favorable en el sector metalúrgico y de la siderurgia y en el de bienes de consumo (material de transporte y alimentos), y desfavorable en la industria textil y en los segmentos de bienes intermedios (química y metálicos) y de capital (mecánica), o sea, en toda la extensa cadena productiva industrial, en relación con los años setenta.

**CUADRO 4.**  
*Tasa de inversión fija en la industria de transformación  
 (años seleccionados)*  
 en % de PIB a precios constantes de 1980

	1971-1980	1981-1988	1995-1997
Siderurgia/Metalurgia	0.70	0.77	0.75
Material de Transporte	0.42	0.21	0.44
Alimentos	0.52	0.31	0.37
Material Eléctrico y Electrónico	0.21	0.14	0.15
Plásticos	0.10	0.09	0.12
Farmacéutica	0.08	0.02	0.06
<b>Subtotal</b>	<b>2.03</b>	<b>1.54</b>	<b>1.89</b>
Química	0.63	0.53	0.33
Mecánica	0.37	0.21	0.17
No Metálicos	0.30	0.18	0.13
Papel y Celulosa	0.17	0.13	0.10
Textil	0.29	0.16	0.19
Caucho	0.06	0.03	0.03
<b>Subtotal</b>	<b>1.82</b>	<b>1.24</b>	<b>0.95</b>
Otros	0.66	0.44	0.45
<b>Total</b>	<b>4.51</b>	<b>3.22</b>	<b>3.29</b>

Fuente: Bielschowsky (1998: cuadro 4, p.6).

En realidad, lo que ocurrió fue una especialización industrial, con las siguientes características: reducción del valor agregado en toda cadena industrial compleja; fuerte ocupación del mercado de bienes finales por productos importados; pérdida de rentabilidad en sectores competitivos de gran escala (papel y celulosa, siderurgia etc.); eliminación de producción especializada en las áreas de química, petroquímica, metal-mecánica (en especial en autopiezas y en bienes de capital) y electrónica. El “achicamiento” de esas cadenas productivas significó la reducción de valor agregado para un mismo valor bruto de la producción, lo que, en la práctica, representó la eliminación de espacios de generación de renta y de empleo (Bielschowsky & Moguilansky, 1999).

Además, la combinación entre un tipo de cambio revaluado y una tasa de interés alta afectó, de manera negativa, la distribución sectorial de la inversión, toda vez que desestimuló la creación de nuevas capacidades para la producción de bienes transables. Más de la mitad de la inversión

extranjera directa fue dirigida hacia industrias orientadas, sobre todo, hacia el mercado interno: ensambladoras de vehículos (25.3%), fábricas de electrodomésticos (12.7%), industria química y farmacéutica (19.0%), con acentuada importación de equipamiento y componentes (Gonçalves, 1999). El mayor volumen de inversión extranjera directa se dirigió de manera progresiva hacia el sector servicios, principalmente hacia el sistema financiero y hacia aquellas áreas seleccionadas para la privatización (energía, telecomunicaciones, etc.) que constituyen sectores no comercializables (cuadro 5). En 1998, el sector servicios absorbió 83% de la inversión extranjera directa registrada por el Banco Central de Brasil. En el sector financiero, la profundidad de la internacionalización ocurrió de modo principal por el surgimiento y/o ampliación de la participación accionaria extranjera en bancos nacionales. La participación del segmento extranjero en los activos totales del sector bancario nacional se elevó de 10.4% en junio de 1995 a 22.5% en diciembre de 1998. Una tendencia similar se observó en las operaciones de crédito que se incrementaron de 6.5% a 21% y en los depósitos totales que aumentaron de 7.1% a 17.1%. En relación con la captación de recursos externos, los bancos extranjeros elevaron su participación al pasar de 34.6% a 50%, en el mismo período (Freitas, 1999a).

CUADRO 5.  
*Inversión extranjera directa, por sector (a)*

Sector	Saldo		Ingresos					
	1995		1996		1997		1998	
	US\$ millones	%						
Agropecuaria y extractiva mineral	689	1.62	111	1.44	456	2.98	151	0.68
Industria	23 402	55.03	1 740	22.70	2 036	13.30	3 625	16.28
Servicios	18 439	43.36	5 815	75.86	12 819	83.72	18 496	83.05
Total	42 530	100.00	7 665	100.00	15 311	100.00	22 272	100.00

Fuente: Banco Central de Brasil (<http://www.bcb.gov.br>).

Nota: (a) Ésta muestra corresponde a 73.6%, 81.6%, 83.5% de la inversión extranjera directa total en 1996, 1997 y 1998, respectivamente.

La participación de las importaciones en el mercado de productos industriales se incrementó de 4.8% en 1989 a 18,8% en 1998. El mayor avance ocurrió entre los fabricantes de aparatos electrónicos y de comunicación, al pasar de 11.6%, en 1989, a 60.4%, en 1998. Otras industrias muy afectadas fueron las de maquinaria y equipo. En 1989, las importaciones representaban 13.3% del mercado, mientras que en 1998 se elevaron a 51.4% (cuadro 6).

En conclusión, el reciente ciclo de inversión extranjera directa elevó la propensión a importar y redujo la propensión a exportar de la economía. De esa manera, el crecimiento industrial empezó a responder a la intensificación de los desequilibrios comerciales y la confianza de los agentes económicos en la capacidad del parque productivo brasileño de generar los excedentes de divisas necesarios para cubrir el déficit en las transacciones corrientes fue minándose paulatinamente.

CUADRO 6.

*Participación de las importaciones en la industria brasileña (en %)*

Principales sectores	1989	1994	1995	1996	1997	1998
Aparatos electrónicos y de comunicación	11.6	33.5	41.6	47.3	62.0	66.6
Maquinaria y equipo	13.3	30.0	41.1	50.4	55.7	56.9
Productos químicos (resinas, fibras)	6.3	16.1	28.2	31.9	31.3	33.0
Abonos y fertilizantes	9.8	19.4	21.2	23.7	26.1	27.7
Motores y autopiezas	6.0	18.0	22.3	25.4	28.0	34.7
Hilados y tejidos	3.5	13.1	16.9	22.1	23.4	18.1
Productos farmacéuticos	6.9	11.4	12.1	15.0	14.1	14.4
<b>Coeficiente de importación/producción</b>						
Sector por Intensidad de factor	1989	1994	1995	1996	1997	1998
Intensivo en Mano de obra	1.5	5.6	10.7	11.1	12.8	11.7
Intensivo en Tecnología	6.9	16.8	24.4	29.1	39.7	44.1
Intensivo en Recursos Naturales	2.9	6.0	7.5	5.6	7.8	8.1
Intensivo en Capital	8.7	13.5	19.0	20.8	22.4	24.2
<b>Total</b>	<b>4.3</b>	<b>10.4</b>	<b>15.5</b>	<b>16.3</b>	<b>19.4</b>	<b>20.3</b>
<b>Coeficiente de importación/consumo aparente</b>						
Sector por Intensidad de factor	1989	1994	1995	1996	1997	1998
Intensivo en Mano de obra	1.5	5.6	10.2	10.8	12.5	11.6
Intensivo en Tecnología	6.9	15.3	20.6	23.6	28.7	32.1
Intensivo en Recursos Naturales	3.2	5.5	7.9	6.5	8.3	8.6
Intensivo en Capital	7.4	11.6	15.6	16.8	17.8	18.7
<b>Total</b>	<b>4.5</b>	<b>10.6</b>	<b>15.1</b>	<b>15.8</b>	<b>18.4</b>	<b>19.3</b>

Continuación...

CUADRO 6.

*Participación de las importaciones en la industria brasileña (en %)*

Coeficiente de importación/producción						
Categoría de Uso	1989	1994	1995	1996	1997	1998
Bienes de Consumo no Duradero	2.5	4.2	7.0	6.7	7.7	7.9
Bienes de Consumo Duradero	7.4	12.2	17.5	19.5	26.6	29.3
Bienes Intermedios	2.1	7.1	10.0	11.5	12.5	10.5
Bienes de Capital	11.9	33.2	54.0	71.5	94.0	100.3
<b>Total</b>	<b>4.3</b>	<b>10.4</b>	<b>15.5</b>	<b>16.3</b>	<b>19.4</b>	<b>20.3</b>

  

Coeficiente de importación/consumo aparente						
Categoría de Uso	1989	1994	1995	1996	1997	1998
Bienes de Consumo Duradero	2.6	4.4	7.2	7.0	7.9	8.1
Bienes de Consumo Duradero	7.8	12.3	16.7	18.5	24.9	30.3
Bienes Intermedios	2.2	7.5	10.3	11.4	12.2	10.4
Bienes de Capital	11.4	28.0	39.0	46.9	54.8	57.0
<b>Total</b>	<b>4.5</b>	<b>10.6</b>	<b>15.1</b>	<b>15.8</b>	<b>18.4</b>	<b>19.3</b>

Fuente: Moreira (1999a).

## 2. EL PROGRAMA BRASILEÑO DE ESTABILIZACIÓN: ANCLA CAMBIARIA CON LIBRE FLUJO DE CAPITALES

El régimen de acumulación, basado en la estabilización con ancla cambiaria, se subordinó a la lógica de los mercados financieros, globalizados y líquidos. El largo período de escasez de financiamiento externo privado, característico de los años ochenta, llegó al final a principios de los años noventa, cuando Brasil todavía se encontraba en condiciones de elevada inflación. Los mercados financieros internacionales, líquidos y desregulados, buscaban con avidez oportunidades de ganancia en plazas consideradas de mayor riesgo. Con la abundancia de capitales líquidos fue posible implementar una reforma monetaria bajo el amparo del Plan Real (1994). Esta fue una condición indispensable para la utilización del tipo de cambio como ancla nominal (*crawling peg*). El Plan Real fue, entonces, producto de los mercados financieros globalizados, desregulados y líquidos. El país ofrecía altas tasas de interés y la posibilidad de adquirir activos subvaluados, sobre todo con la perspectiva de ampliación del programa de privatización. Así, los mercados anticiparon la estabilización y sus posibles impactos, tales como la eleva-

da remuneración de las operaciones a corto plazo y las ganancias de capital provenientes de la “revaluación” de los activos —públicos y privados— adquiridos a bajo precio (Coutinho & Belluzzo, 1996 y Prates, 1999).

A pesar de la estabilización de precios —la tasa de inflación pasa de 1 093.8% en 1994 a 14.78% en 1995, y alcanza 1.71% en 1998—, la gran revaluación del tipo de cambio real, asociada con la profundización de la apertura comercial, produjo con rapidez la ampliación del déficit en balanza comercial y una expansión del pasivo externo, aumentando la dependencia del país en relación con el ingreso de capitales. El pasivo externo bruto —deuda externa total y saldo de la inversión extranjera directa— representaba 52.2% del PIB a finales de 1998, correspondiendo US\$161.6 billones al saldo de la inversión extranjera directa y, US\$243.1 billones, a la deuda externa total (cuadro 7).

CUADRO 7.  
*Pasivo externo bruto total y su costo anual nominal*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999 (a)
Pasivo Externo							
Total (US\$ Billones) (b)	218.4	239.4	256.2	307.0	359.7	404.7	346.9
Pasivo Externo como % del PIB	50.8	44.1	36.3	39.6	44.9	52.2	62.6
Costo Anual Nominal (c)	11.4	11.0	14.1	16.6	20.9	23.5	23.7
Costo Medio del Endeudamiento	6.9	5.6	7.2	8.0	8.0	8.0	8.5
Total (d)							

Fuente: Banco Central de Brasil, *Nota para Imprenta*, Brasilia, D. F. (<http://www.bcb.gov.br>).

Notas:(a) Estimado;

(b) Pasivo externo total = deuda externa total + saldo del capital extranjero invertido directamente;

(c) Costo anual del pasivo externo = remesa bruta de ganancias y dividendos + pagos de interés bruto;

(d) Tasa promedio de interés.

La deuda externa creció aceleradamente, al pasar de US\$ 159.3 billones a finales de 1995 a US\$ 241.7 billones en diciembre de 1998. El principal

responsable de su crecimiento fue el sector privado. Confiadas en una política cambiaria de minibandas y depreciaciones lentas del real, las empresas brasileñas y las subsidiarias de las multinacionales aumentaron su nivel de endeudamiento con el exterior. A finales de 1998, el sector privado acumulaba US\$ 146.2 billones en divisas externas, mientras que el sector público no financiero, US\$ 95.5 billones (cuadro 8). El saldo deficitario por transacciones corrientes se incrementó de US\$ 17.9 billones en 1995 a US\$ 33.6 billones en 1998, representando 4.33% del PIB (cuadro 9). Entre 1995 y 1998, el déficit acumulado en las transacciones corrientes fue de US\$ 108.1 billones, sin generar un aumento de su capacidad exportadora —el déficit comercial fue de US\$ 23.8 billones.

CUADRO 8.  
*Deuda externa total (por deudor)*  
US\$ millones/final de período

	Dez/1995	Dez/1996	Dez/1997	Dez/1998	Dez/1999 (a)
Deuda de medio y largo plazos (b)	128 732	142 148	163 283	215 134	212 596
Sector público no Financiero	91 421	88 431	79 967	92 154	(d) 96 939
Sector privado	37 311	53 717	83 316	122 980	115 657
Deuda de corto plazo	30 524	37 787	36 715	26 643	28 460
Sector público no Financiero	3 708	5 232	5 737	3 383	3 318
Obligaciones del Banco Central	287	70	42	28	0
Líneas de crédito	3 421	5 162	5 695	3 355	3 318
Sector privado	26 816	32 555	30 978	23 260	25 142
Obligaciones de bancos comerciales.	26 235	30 611	26 501	21 810	22 095
Deuda de corto plazo registrada (b)	-	1 944	4 477	5 349	5 875
Resolución N°. 2.148 (financiamiento rural)	581	1 944	4 003	1 399	...
Otras (c)	-	-	474	51	...
Deuda externa total	159 256	179 935	199 998	241 777	241 056
<i>Memorando</i>					
Servicio de la deuda externa/exportaciones	38.9	56.9	81.4	96.7	136.9

Fuente: Banco Central de Brasil, *op cit.*

Notas: (a) Incluye variaciones cambiarias;

(b) Deuda registrada en el Banco Central de Brasil;

(c) Incluye empréstitos para refinanciamiento a empresas exportadoras y préstamos puente;

(d) Incluye US\$ 20.4 billones referentes a los desembolsos provenientes de empréstitos del FMI.

**CUADRO 9.**  
*Balanza de pagos. Transacciones corrientes*  
 US\$ millones

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balanza comercial	13 307	10 466	-3 352	-5 539	-8 364	-6 591	-1 207
Exportaciones	38 563	43 545	46 506	47 747	52 990	51 140	48 011
Importaciones	25 256	33 079	49 858	53 286	61 354	57 731	49 219
Servicios (líquido)	-15 585	-14 743	-18 594	-20 484	-27 289	-28 798	-25 207
Interés	-8 280	-6 338	-8 158	-9 173	-10 390	-11 948	-15 164
Ganancias y dividendos (a)	-1 931	-2 566	-2 974	-2 905	-5 748	-7 181	-4 058
Otros (b)	-5 374	-5 839	-7 462	-8 406	-9 669	-11 294	-5 985
Transferencias unilaterales	1 686	2 588	3 974	2 900	2 216	1 778	2 040
Transacciones corrientes	-592	-1 689	-17 972	-23 123	-33 437	-33 611	-24 374
<i>Memorandum</i>							
Transacciones corrientes/PIB	0.00	-0.20	-2.68	-2.98	-4.16	-4.33	-4.38
Exportaciones/PIB	9.00	8.00	6.60	6.20	6.60	6.70	8.50

Fuente: *Ibidem*.

Notas: (a) Incluye ganancias reinvertidas;

(b) Incluye viajes internacionales, transportes, seguros, etc.

En esas circunstancias, a pesar del volumen de reservas internacionales, los mercados de futuros del tipo de cambio y de la tasa de interés, presentaron una sensibilidad extrema a las alteraciones de las condiciones de financiamiento externo, debido a las vacilaciones de los inversionistas extranjeros, a la concentración de amortizaciones en un determinado período o a la tendencia al crecimiento del déficit de la balanza comercial.

Durante todo el período, fue evidente que los mercados consideraron inadecuado el nivel del tipo de cambio.

Esa tendencia se agravó por la percepción de que el régimen cambiario y monetario generaba de manera endógena un desequilibrio creciente entre el volumen de reservas y la masa de activos financieros domésticos, abultados por la elevada tasa de interés interna. En los inicios del Plan Real, la situación financiera del sector público brasileño era bastante cómoda. El gobierno anterior había realizado un ajuste fiscal y del endeudamiento público en grandes proporciones. En 1993, el gobierno tenía un superávit primario de 2.6% del PIB y tanto la deuda líquida del sector público como la deuda mobiliaria eran relativamente reducidas como proporción del PIB (cuadros 10 y 13). Entretanto, el saldo de los títulos federales fuera del Banco Central aumentó de R\$61.7 billones en diciembre de 1994 a R\$176.2 a finales de 1996, y continuó su camino ascendente. En 1997 alcanzó R\$255.5 billones y, en diciembre de 1998 R\$323.8 billones (cuadro 11). Ese crecimiento del saldo de la deuda pública mobiliaria interna se relacionaba con la necesidad de captación de recursos extranjeros para financiar los déficit por las transacciones corrientes y acumular reservas internacionales, que eran “esterilizadas” mediante la emisión de títulos públicos. Además, el saldo creciente de títulos se relacionaba con las elevadas tasas de interés nominal que, entre 1995 y 1998, permanecieron en promedio alrededor de 33% anual. Fueron esos factores los que alimentaron en forma continua la deuda pública mobiliaria y no el exceso en los gastos gubernamentales. La evolución de la deuda pública interna incluyó, por tanto, un fenómeno de naturaleza monetaria y financiera, desde luego con graves implicaciones de orden fiscal.

Es conveniente destacar que el aumento de la deuda implicaba la explosión del déficit público nominal toda vez que incluía la variación de la deuda, según el concepto de necesidades de financiamiento del sector público. Había, por tanto, un deterioro endógeno de las cuentas públicas. A esto se añadieron otras fuentes del déficit fiscal (estados y municipios, el Programa de Estímulos a la Reestructuración y al Fortalecimiento del

Sistema Financiero Nacional —Proer—,<sup>4</sup> el Programa de Incentivos a la Reducción del Sector Público Estatal en la Actividad Bancaria —Proes—,<sup>5</sup> etc.). En 1998, el déficit público nominal fue de R\$ 45.7 billones en 1996, US\$ 54.7 billones en 1997 y US\$ 72.4 billones.

Además, a pesar de los esfuerzos de las autoridades, no fue posible modificar las relaciones entre el Banco Central y el sistema bancario, en lo relativo al giro y a la liquidez de los títulos públicos. Estos activos mantuvieron la característica básica de cuasimonedas (uso de fondos concentrados en cortísimos plazos), así a finales de diciembre de 1998 la duración promedio de los títulos públicos era de 3.3 meses mientras que el plazo promedio de vencimiento era de 6.4 meses. Por tanto, el riesgo de una fuga masiva del real a partir de una perturbación externa permaneció latente.

---

<sup>4</sup> Se trata de un mecanismo de financiamiento de la absorción de bancos en dificultades por instituciones que se consideran saludables. Los pasivos y activos recuperados de instituciones insolventes fueron transferidos hacia otras instituciones, mientras las deudas irrecuperables fueron absorbidas por el Banco Central, quien también financió la absorción de los bancos adquirentes de la porción recuperable de la cartera de las instituciones insolventes. Desde su creación, el total de recursos liberado por ese programa alcanzó R\$20.35 mil millones (4% de PIB) de los que el Banco Central recuperó R \$5.59 mil millones, más los impuestos. La deuda restante es por la cantidad de R\$22.898 mil millones, sin considerar los recursos provenientes del Fondo Garantidor de Crédito, institución privada, y de las reservas bancarias utilizadas por el Banco Central en la restructuración del sistema financiero privado brasileño, según informe del CPI de los Bancos del Senado Federal (1999: 299) (lista 1).

<sup>5</sup> A través de la circular núm. 2742 de 1997, el Banco Central definió las instituciones financieras bajo el mando de los estados de la federación, que podrían solicitar el apoyo financiero de Proes y definió los criterios para el acceso a los recursos. El volumen de recursos utilizados en la restructuración de los bancos estatales alcanzó R\$60.3 billones a mediados de Julio 1999 (cuadro 2).

**CUADRO 10.**  
*Indicadores generales de la economía brasileña (1994-1999)*

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
PIB (US\$ billones corrientes)	429.70	541.20	704.10	774.80	803.60	775.00	556.60
PIB (R\$ billones Julio/99)	849.80	899.60	937.50	963.40	998.00	997.70	1 011.93
Tasa de crecimiento del PIB	4.92	5.85	4.22	2.76	3.68	-0.12	0.82
Industria	7.01	6.73	1.91	3.73	5.52	-1.34	-1.66
Agropecuaria	-0.07	5.45	4.08	4.06	2.69	-0.02	8.99
Tasa de cresc. PIB <i>per capita</i>	3.36	4.33	2.76	1.25	2.20	-1.45	-0.50
FBKF* a precios de 1980 (%) de PIB	14.4	15.30	16.70	16.50	17.90	17.40	15.60
Nivel de utilización de la capacidad instalada	80.40	77.40	78.80	78.40	78.90	78.60	78.00
IPC-FIPE Índice (a)	2 491.00	1 173.00	23.17	10.04	4.83	-1.79	8.64
Salario mínimo (US\$)	...	...	110.13	112.90	112.78	113.74	81.19
Renta media Real (b)	7.96	6.00	11.00	2.85	-1.22	-0.88	-7.61
Pobres (en millones)	59.4	-	50.2	50.1	51.5	50.1	-
Indigentes (en millones)	27.8	-	21.6	22.4	22.5	21.4	-
Índice de Gini	0.600	-	0.585	0.580	0.580	0.575	0.567
Trabajo formal (en %) (c)	50.5	49.2	48.4	46.7	46.4	45.8	44.5
Trabajo informal (en %) (c)	23.1	23.7	24.1	24.8	24.8	25.4	26.4
Tasa de desempleo (d)	5.31	4.96	4.63	5.46	5.66	7.60	7.60
Tasa de desempleo (e)	14.70	14.20	13.20	15.00	15.70	18.20	19.30
Resultado fiscal primario (f)	-2.60	-5.30	-0.40	0.10	1.00	0.00	-3.07
Resultado fiscal nominal (f)	58.20	45.20	7.20	5.90	6.10	8.00	9.50
Pagos de interés por el sector público (R\$ billones julio/99)	25.45	25.93	46.95	35.40	33.04	77.29	125.99

Fuente: Fundap, *Indicadores DIESP*, varios números, Sao Paulo (<http://www.fundap.sp.gov.br>).

Notas: (a) Índice de Precios al Consumidor de la Fundación Instituto de Encuesta Económica (IPC-FIPE);

(b) Evolución del ingreso medio real de las personas ocupadas, en porcentaje, en relación con el año anterior, calculado por el Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) – Encuesta Mensual de Empleo;

(c) Participación de los trabajadores con contrato (formal) y sin contrato (informal) en el mercado de trabajo

(d) Tasa de desempleo abierto en las regiones metropolitanas, calculado por el IBGE;

(e) Tasa de desempleo total y abierto en la Grande São Paulo, calculado por el Departamento Intersindical de Estadísticas y Estudios Socioeconómicos (Dieese) y por la Fundação Sistema Estadual de Análise de Dados (Fundación Seade), como porcentaje de la Población Económicamente Activa (PEA);

(f) El concepto de resultado fiscal primario excluye los gastos de interés y corrección monetaria y cambiaria de la deuda pública. El concepto de resultado fiscal nominal incluye los gastos de interés y la corrección monetaria y cambiaria de la deuda pública. Datos como porcentaje del PIB; con (+) Déficit, (-) Superávit.

\* N. de la T. FBKF=Formación bruta de capital fijo.

**CUADRO A.**  
**Recursos utilizados en la restructuración del sistema financiero privado brasileño**  
Situación en 30.4.1999/en R\$ millones

Institución	Finalidad	Empréstito (a)	Valor pago	Deuda remanente (b)	Reservas bancarias y FGC (c)	Total (d)
Nacional (1995/96)	Transferencia de actividades al Unibanco	5 898.00	1 100.00	7 612.00	7 232.00	14 844.00
Económico (1996)	Transferencia de actividades al Banco Excel, formando el Excel-Económico actual BBV	5 226.00	0	6 870.00	2 539.00	9 409.00
Banorte (1996)	Transferencia de actividades al Bandeirantes	0.476	0.471	0.036	(e) 0.636	(e) 1 465.00
Mercantil de Pernambuco (1996)	Transferencia de actividades al Banco Rural Mercantil	0.530	0	0.689		
Pontual (1996)	Compra de Banco Martinelli, originando el Banco Pontual-Martinelli	0.125	0.180	0		
Antônio de Queiroz (1996)	Incorporación al United (grupo Mansur), llamándose después Crefisul	0.120	0.071	0.104		
Bamerindus (1997)	Transferencia de actividades al HSBC Bamerindus	2 945.00	3 768.00	0	4 455.00	4 455.00
Caixa Econômica Federal	Compra de carteras mobiliarias de Económico, Banorte y Bamerindus	5 037.00	0	7 587.00	0	7 587.00
<b>Total</b>		<b>20 357.00</b>	<b>5 590.00</b>	<b>22 898.00</b>	<b>14 862.00</b>	<b>37 760.00</b>

Fuente: Banco Central de Brasil (<http://www.bcb.gov.br>).

- Notas: (a) A valor histórico;  
(b) Incluye principal y cargos;  
(c) El informe de la CN de los Bancos incluye en el costo de restructuración de los bancos R\$ 1.9 billón correspondientes al Fondo Garantidor de Crédito, que se trata de un fondo de garantía de los depósitos de los cuentahabientes y de los ahorradores hasta el valor de R\$ 20 mil, y US\$ 12.9 billones de las reservas bancarias utilizadas por el Banco Central en el apoyo a los bancos;  
(d) Constituye la suma de los recursos del Proer y los del Fondo Garantidor de Crédito y de las Reservas Bancarias;  
(e) Incluye las operaciones de Banorte, Mercantil y Crefisul.

## CUADRO B.

*Financiamiento efectivo del tesoro en la  
restructuración de los bancos estatales*

Estados	R\$ millones
Acre	131.1
Alagoas	427.3
Amapá	28.8
Amazonas	357.0
Bahia	1 599.2
Ceará	984.7
espíritu Santo	260.4
Goiás	476.3
Maranhão	332.0
Mato Grosso	193.1
Minas Gerais	4 798.2
Pará	127.4
Paraná	2.68.4
Pernambuco	1 244.4
Piauí	112.5
Rio Grande de Norte	100.9
Rio Grande de Sul	2 451.9
Rio de Enero (a)	6 967.6
Rondônia	549.2
Roraima	40.0
Santa Catarina	266.3
Sao Paulo (b)	36 126.5
Sergipe	41.0
<b>TOTAL</b>	<b>60 303.2</b>

Fuente: Banco Central de Brasil, *apud* Ribeiro (1999).

Notas: (a) El financiamiento contraído fuera de Proes incluía R\$ 3 880 billones contratados directamente con el Banco Central y R\$ 3 088 en línea de crédito con aval de la Unión para cubrir gastos esperados con el fondo de pensiones Banerj;

(b) Financiamientos contraídos fuera de Proes.

De esta forma, los poseedores de riqueza incorporaron el riesgo creciente de mantenerse en posiciones compradas en reales y, forzaron la emisión de títulos dolarizados o en moneda indexada. A partir de mayo de 1998, el mercado se negó a aceptar títulos prefijados y la deuda pública interna pasó a indexarse a la tasa de interés *overnight* o al tipo de cambio (*ex post*). El cuadro 11 en la parte inferior muestra la variación ocurrida en la composición de la deuda públicamobiliaria: los títulos postfijados pasaron de 26.7% a 75.8% del total, entre

mayo y diciembre de 1998, los títulos con corrección cambiaria se elevaron de 17.7% a 21% y los prefijados se redujeron del 55.6% a 3.5%, en el mismo período. Estos eran síntomas evidentes de una crisis monetaria y cambiaria en gestación.

CUADRO 11.  
*La evolución de la deuda pública (1994-1999)*

Año	Mes	Saldo	Participación porcentual por indexador		
		R\$ millones	Pós-fijado (a)	Prefijado	Cambiaria
1994	diciembre	61 782	51.5	40.2	8.3
1995	diciembre	108 486	52.0	42.7	5.3
1996	diciembre	176 211	29.6	61.0	9.4
1997	diciembre	255 509	43.7	40.9	15.4
1998	Enero	266 074	43.0	41.3	15.7
	Febrero	271 450	39.4	44.8	15.8
	Marzo	287 814	34.2	50.7	15.1
	Abril	290 893	29.5	53.6	16.9
	mayo	294 260	26.7	55.6	17.7
	junio	297 002	48.4	35.1	16.5
	Julio	304 873	60.9	21.9	17.2
	Agosto	302 278	67.6	13.0	19.4
	Septiembre	292 729	71.6	7.0	21.4
	Octubre	314 325	64.7	14.2	21.1
	Noviembre	319 927	70.8	8.2	21.0
	diciembre	323 860	75.5	3.5	21.0
1999	Enero	364 478	63.6	6.0	30.4
	Febrero	379 522	62.7	7.4	29.9
	Marzo	365 649	73.3	1.2	25.5
	Abril	365 297	72.4	3.0	24.6
	mayo	372 975	70.1	5.1	24.8
	junio	383 133	67.9	8.1	24.0
	Julio	384 203	65.0	10.7	24.3
	Agosto	401 985	62.2	11.7	26.1
	Septiembre	403 359	62.9	10.8	26.3
	Octubre	411 840	61.7	11.6	26.7
	Noviembre	412 568	62.7	11.3	26.0
	Diciembre	414 901	66.6	9.2	24.2 (b)

Fuente: Banco Central de Brasil, *Nota para Imprenta*, Brasilia, D. F. (<http://www.bcb.gov.br>).

Notas: (a) Fundamentalmente, corregidos por la tasa anual Selic,<sup>6</sup> calculada con base en 252 días útiles en el año, sin embargo incluye otros indexadores (IGP-M<sup>7</sup>. Tasa referencial, Tipo de interés de largo plazo -BNDES) en menor proporción;

(b) El saldo de R\$ 100.4 billones en títulos públicos indexados al tipo de cambio sirve como cobertura cambiaria (hedge) para más o menos 40% de la deuda externa del sector privado de US\$ 140.8 billones.

<sup>6</sup> N. de la T.: La tasa Selic es la tasa de préstamos interbancarios utilizada en Brasil.

<sup>7</sup> N. de la T.: el IGP-M corresponde al Índice General de Precios de Mercado utilizado en Brasil.

### 3. LA MAXIDEVALUACIÓN DE LA MONEDA BRASILEÑA Y SU CONTROL

Después de la crisis asiática, la desconfianza con relación a los mercados emergentes se manifestó a través de una elevación de los *spreads* promedio aplicados entre los títulos de mayor riesgo y los títulos de igual plazo emitidos por el tesoro estadounidense. Después de la moratoria de Rusia, la aversión al riesgo asumió la forma de un retorno a los mercados de mayor seguridad, sobre todo a la plaza de Nueva York. A mediados de octubre de 1998, el equipo económico brasileño buscó una contribución “preventiva” de recursos financieros con la comunidad financiera internacional. El propósito era evitar la eclosión de una crisis cambiaria capaz de provocar un *crash* financiero global, con efectos desastrosos para la economía norteamericana. El acuerdo fue coordinado por el Fondo monetario Internacional (FMI) y los demás acreedores representados por el Banco para Compensaciones Internacionales (BIS), que acordaron el mantenimiento de la política cambiaria vigente. No obstante, en un clima de desconfianza en relación con la moneda nacional, los inversionistas trataron de anticiparse a una eventual devaluación, buscando refugio en el dólar. Los poseedores de depósitos a la vista, títulos del gobierno y fondos de corto plazo trataron de liquidar sus posiciones denominadas en reales y de transformarlas en posiciones en dólares o indexadas al dólar. O sea, efectuaron rápidas recomposiciones de su portafolios, desplazando la moneda en que estaba denominada la riqueza, de activos en moneda débil hacia los denominados en moneda fuerte.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> Se estima que el país perdió US\$45 billones de reservas internacionales entre julio de 1998 y enero de 1999. Así, el proceso brasileño tuvo características específicas que lo distinguen de los ataques especulativos cambiarios ocurridos en otros países. En el auge de ataque al franco francés, en la mañana del 29 de julio de 1993, por ejemplo, el banco central de Francia perdió temporalmente US\$100 millones por minuto. Cuando ocurrió el cierre de la Bolsa de París, se gastó el equivalente a US \$50 billones, correspondiendo más de la mitad lo expuesto en la defensa del franco. La madrugada siguiente, un poco antes de la apertura del la bolsa de valores de Asia, los países

La acelerada pérdida de reservas, frente al descrédito de los inversionistas nacionales e internacionales, hizo imposible la defensa del real (cuadros 1 y 12). El gobierno fue obligado a devaluar la moneda doméstica. Después del episodio de la banda cambiaria, el Banco Central anunció un régimen cambiario de libre flotación, retirándose del mercado con el fin de interrumpir la evaporación de reservas. El abandono de las bandas cambiarias provocó gran inestabilidad, dejando los mercados sin referencia. Las empresas pasaron a operar con diversas tasas de cambio. Existía el dólar *leasing*, el dólar de las compañías de venta de automóviles importados, el dólar de las compañías aéreas para vuelos internacionales etc. En las relaciones con los proveedores, había dólares provisionales, prefijos hasta segunda orden. En una misma empresa, dependiendo del proveedor o del cliente, la cotización podía variar. Por lo que se observó, la libre flotación tenía pocas oportunidades de estabilizar el tipo de cambio, frente al deterioro de las expectativas.<sup>9</sup>

---

miembros del Sistema Monetario Europeo dejaron flotar las paridades cambiarias, hasta un 15% (Goldstein, 1993).

<sup>9</sup> Por estabilización se entiende la definición de un valor nominal de dólar compatible con las expectativas de inflación y, al mismo tiempo, el mantenimiento de un tipo de cambio real capaz de orientar una reducción sustancial del déficit en transacciones corrientes, sobre todo mediante la generación de superávits comerciales, disminuyendo las necesidades de recursos en moneda extranjera para sustentar los compromisos de la balanza de pagos.

**CUADRO 12.**  
*Reservas internacionales, tasa de interés e índices de precios*

		Reservas (a)	Tasa SELIC	Real/US\$	IGP-DI (b)	IPCA (c)
1994	Diciembre	38.8	1 154.0	0.12	0,57	1,71
	<b>En el año</b>			<b>617.6</b>	<b>1 093.85</b>	<b>916.43</b>
1995	Diciembre	51.8	38.9	0.72	0.27	1,56
	<b>En el año</b>			<b>14.29</b>	<b>14.78</b>	<b>22.41</b>
1996	Diciembre	60.1	23.9	0.60	0.88	0,47
	<b>En el año</b>			<b>6.88</b>	<b>9.34</b>	<b>9.56</b>
1997	Octubre	53.7	19.89	Crisis asiática	0.61	0,34
	Noviembre	52.0	45.84		0.61	0.23
	Diciembre	52.2	39.83		0.83	
	<b>En el año</b>			<b>0.59</b>	<b>0.69</b>	<b>0.43</b>
1998	Enero	53.1	37.19	0.65	0.88	0,71
	Febrero	58.8	34.32	0.60	0.02	0,46
	Marzo	68.6	28.31	0.62	0.23	0,34
	Abril	74.7	23.82	0.61	-0.13	0,24
	Mayo	72.8	22.60	0.54	0.23	0,50
	Junio	70.9	20.98	0.56	0.28	0,02
	Julio	70.2	20.29	0.56	-0.38	-0,12
	Agosto	67.3	19.28	Crisis rusa	1.16	-0.51
	Septiembre	45.8	34.33		0.74	-0.22
	Octubre	42.4	41.58		0.64	-0.03
	Noviembre	41.2	38.69		0.67	-0.18
	Diciembre	44.6	31.21		0.62	-0.12
	<b>En el año</b>			<b>8.27</b>	<b>1.70</b>	<b>1.65</b>

Continuación...

CUADRO 12.

## Reservas internacionales, tasa de interés e índices de precios

1999		Reservas (a)	Tasa SELIC	Fluctuación de dólar	Real/US\$	IGP-DI (b)	IPCA (c)
Enero		36.1	31.22		64.08	1.15	0.70
Febrero		35.5	39.00		4.11	4.44	1.05
Marzo		33.8	45.00 (d)	-16.60	1.98		1.10
Abril		44.3	39.50 (y)	-356	0.03		0.56
Mayo		44.3	32.00 (f)	3.81	-0.34		0.30
Junio		41.3	23.50 (g)	2.64	1.02		0.19
Julio		42.2	21.00 (h)	1.11	1.59		1.09
Agosto		41.9	19.50	7.08	1.45		0.56
Septiembre		42.6	19.50 (i)	0.33	1.47		0.31
Octubre		40.0	19.00	1.60	1.89		1.19
Noviembre		42.2	19.00	-1.55	2.53		0.95
Diciembre		36.3	19.00	-6.95	1.23		0.60
<b>En el año</b>				<b>48.01</b>	<b>19.98</b>		<b>8.94</b>

Fuente: Banco Central de Brasil, *Nota para Imprenta*, Brasilia, D. F. (<http://www.bcb.gov.br>).

Notas: (a) Valores en US\$ millones, por concepto de liquidez internacional, que incluía dinero de disposición inmediata y compromisos de medio y largo plazo. Incluye las proporciones de los recursos desembolsados por el FMI —US\$ 9.3 billones en diciembre de 1998, US\$ 9.2 billones en marzo de 1999 y US\$ 1.1 billón en diciembre de 1999—, mediante el acuerdo firmado en diciembre de 1998 por valor de US\$ 41.5 billones;

(b) Índice General de Precios (IGP), calculado por la Fundación Getúlio Vargas;

(c) Índice de Precios al Consumidor Amplio, calculado por el IBGE, constituyó el índice oficial de gobierno para las metas de inflación;

(d) La tasa de interés fue establecida en 45% a.a. hasta el 22 de marzo y 42% a.a. del 23 de marzo al 05 de abril;

(e) El 15 de abril el Banco Central redujo la tasa de interés al 34% a.a. y el 20 de abril al 32% a.a.;

(f) En mayo, la tasa de interés continuó reduciéndose, de 32% a.a. a 29.5% a.a., posteriormente a 27% a.a. y al final del mes a 23.5% a.a.;

(g) En junio, tuvo nuevamente dos caídas, de 23.5% a.a. a 22% a.a., y al final de mes a 21% a.a.;

(h) Durante el mes de julio hubo más de una variación, la tasa de interés cayó de 21% a.a. a 19.50% a.a.;

(i) A mediados de Septiembre, el tipo de interés cayó de 19.5% a.a. a 19% a.a.

La revaluación prolongada del real provocó decisiones de endeudamiento y de posesión de la riqueza que impidieron ajustes virtuosos inmediatos excepto la corrección del tipo cambio. El tipo de cambio sufrió devaluciones que fueron más allá de las supuestamente necesarias para transformar el déficit comercial en superávit. Hubo un “exceso” en la devaluación de la moneda local en relación con la divisa fuerte, que alcanzó 64.08% en relación con el dólar del mes de enero. Pese al temor de una espiral inflacionaria —con pasivos externos privados muy elevados con relación a las reservas y una deuda pública interna indexada—, hubo un desplazamiento no anticipado hacia la preferencia por la liquidez en dólares. Esa nueva conformación de expectativas acentuó la fuga de activos financieros denominados en reales.

La acentuada devaluación del real asociada con la decisión política, tomada por la presión del FMI, de elevar la tasa de interés interna a 39% a.a. y, después, a 45% a.a., desencadenó la explosión de la deuda pública. La deuda pública líquida total pasó de R\$ 388.67 billones en diciembre de 1998 a R\$ 500.78 billones en Febrero de 1999 (cuadro 13). En el ámbito federal, la deuda líquida se elevó de R\$ 231.26 a R\$ 317.37 durante el mismo período. Según estimaciones del Banco Central, 91.5% del aumento en la deuda pública total provino del proceso de devaluación de la moneda, implicando un costo de R\$ 103.3 billones. La necesidad de estatizar o proteger (*hedge*) los pasivos en dólares del sector privado, en especial la deuda en moneda extranjera traspasada por los bancos a los agentes privados locales y, al mismo tiempo, procurar convencer a los agentes económicos de que la paridad cambiaria se mantendría, se encuentran detrás de esta explosión de la deuda pública interna. El costo de la expansión de los títulos indexados al tipo de cambio, que en diciembre de 1998 ascendía a R\$ 66.36 billones, fue de aproximadamente R\$ 48.55 billones. El costo de las operaciones efectuadas en el mercado de derivados (*swaps* y futuros del dólar), en los meses de enero y febrero de 1999, supuso R\$ 7,6 billones. El costo restante —R\$ 47.17 billones— se originó por el impacto de la maxidevaluación cambiaria en el saldo de la deuda externa. La relación deuda pública/PIB pasó de 42% a finales de 1998 a 52% en febrero de 1999.

**CUADRO 13.**  
*Deuda líquida del sector público (a)*  
 R\$ billones

	Dic./1994		Dic./1995		Dic./1996		Dic./1997	
	Saldo	% PIB						
Deuda Líquida Total	153.2	28	208.5	30	269.2	33	308.4	35
Gobierno Federal y Banco Central	65.8	12	90.4	13	128.4	16	167.7	19
Gobiernos Estatales y Municipales	51.1	9	72.5	10	93.4	11	115.9	13
Empresas Estatales	36.2	7	45.6	7	47.4	6	24.8	3
Deuda Líquida Total	385.9	42	484.1	52	500.8	52	516.6	47
Gobierno Federal y Banco Central	231.3	25	305.5	33	317.4	33	316.2	29
Gobiernos Estatales y Municipales	130.9	14	140.0	15	143.3	15	170.8	16
Empresas Estatales	23.7	3	38.6	4	40.1	4	29.6	3

Fuente: Banco Central de Brasil, *Boletín de Banco Central de Brasil*, enero de 1998 y abril de 1999 y, *Nota para imprenta*, mayo de 2000, Brasilia, D. F.

Nota: (a) Incluye la deuda interna y la externa menos las reservas internacionales.

Desde el inicio de la libre flotación del tipo de cambio, la cotización del dólar se elevó a R\$ 2.20, después se redujo a R\$ 1.65, volvió a subir a R\$ 2.00 y en diciembre de 1999 se ubicaba alrededor de R\$ 1.85, con expectativas de una caída mayor. En realidad, la trayectoria del tipo de cambio desde la modificación del régimen cambiario puede contemplarse en cuatro fases (Silveira, 1999). En la primera, identificada desde mediados de enero hasta principios de marzo, ocurrió una devaluación cambiaria descontrolada, con dos crestas (a finales de enero y a principios de marzo) en que la cotización del dólar alcanzó R\$ 2.20. En la segunda, entre marzo y mediados de mayo, hubo una fuerte revaluación del real cuya cotización por dólar llegó a R\$ 1.65 en la primera quincena de

mayo. En la tercera, de mediados de mayo hasta finales de octubre, sucedió una segunda ola de devaluación cambiaria, con el dólar alcanzando en octubre su cotización promedio mensual más elevada del año (R\$ 1.97). En la cuarta etapa, de finales de octubre hasta el mes de diciembre, hubo una nueva revaluación (moderada) del real.

En la fase inicial, el tipo de cambio fluctuó de manera libre y las expectativas sobre el desempeño de la economía brasileña eran bastante pesimistas. La segunda fase se inició con el anuncio del Banco Central de la autorización del FMI para utilizar US\$ 8 billones de las reservas cambiarias con el fin de proporcionar liquidez al mercado cambiario. Con la venta líquida de US\$ 3.4 billones en el bimestre marzo/abril por el Banco Central se produjo un notable retroceso en el precio del dólar. Las intervenciones del Banco Central en el mercado de cambios, transitando por un régimen de flotación administrada o “régimen de flotación sucia del tipo de cambio”, la elevación de la tasa de interés y una amplia flexibilización de las reglas de entrada de divisas extranjeras, que incluía una reducción del Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF) de 2% a 0.5% sobre inversiones externas y de los plazos mínimos para captación de recursos en el exterior, consiguieron revertir la exagerada devaluación cambiaria y promover el ingreso de capitales extranjeros de corto plazo. Esas medidas estimularon el retorno de los inversionistas foráneos y locales, proporcionando una rápida reinserción en los flujos de capitales internacionales. Esos capitales fueron atraídos también por los precios, en dólares, de las acciones y de las empresas locales, públicas o privadas. Además, la vigilancia conjunta del FMI y el Banco Central de Brasil y de los grandes bancos internacionales, sobre todo norteamericanos, que volvían a poner a disposición líneas de crédito comerciales, permitieron la transición de un régimen de libre cambio a un régimen de cambio de flotación administrada. Así, la acción gubernamental —al ampliar la oferta de dólares a partir de las reservas aun disponibles, estimular la entrada de capitales y normalizar las líneas de crédito comerciales— permitió la revaluación del real en relación con el dólar. Ese movimiento de revaluación fue, sin duda, crucial para amortiguar la situación de los deudores en dólares, puesto que no todos

los agentes estaban protegidos por mecanismos de cobertura cambiaria (*hedge*), y contener las expectativas inflacionarias, impidiendo la reindexación y las insolvencias.

No obstante, a partir de mayo la cotización del dólar volvió a presentar una trayectoria ascendente, al mismo tiempo que el Banco Central permanecía al margen del mercado cambiario. El comportamiento del Banco Central, de permitir la libre flotación cambiaria, fue modificado a finales de octubre, con el anuncio, conjunto con el FMI, de la renegociación del piso de las reservas líquidas y la disposición de intervenir en el mercado de cambios (cuadro C). En noviembre, el piso para las reservas internacionales líquidas fue establecido en US\$ 20.9 billones, cuando, inicialmente, se preveía un piso de US\$ 21.6 billones. Para diciembre, las reservas internacionales líquidas alcanzaron la cantidad de US\$ 23.53 billones, siendo el piso de US\$ 20.3 billones. De esta forma, durante el mes de diciembre, se pudieron utilizar US\$ 3.23 billones para intervenir en el mercado cambiario. En el acuerdo anterior, el piso para diciembre era de US\$ 22.3 billones.

A pesar de la inestabilidad, la variación en el tipo de cambio no pasó a emplearse como guía generalizada en la formación de precios domésticos. Hubo apenas algunas alzas en los costos de las materias primas. Ello debido a que la apertura financiera y comercial, promovida durante los años noventa, desencadenó cambios importantes en el patrón de formación de precios de las empresas que operan en el país. La disponibilidad de crédito externo posibilitó la expansión de las importaciones y la concurrencia externa pasó a ser la principal amenaza de las empresas, induciendo cambios en sus estrategias. En este contexto, tuvieron que obtener ganancias rápidas e intensas de productividad, logradas a partir de recortes en sus costos. La gestión de precios pasó a subordinarse a la necesidad de mantener la participación en el mercado más de que al mantenimiento del margen de beneficio. Esos elementos tuvieron efectos relevantes sobre la dinámica en el comportamiento de los precios durante la vigencia del Plan Real y, en principio, no fueron alterados por la

devaluación.<sup>10</sup> El Índice de Precios al Consumidor Ampliado (IPCA) aumentó 8.9%, los precios al mayoreo, muy sensibles a las variaciones del tipo de cambio, subieron 29%, en 1999. Ese resultado indica que la devaluación de la moneda significó, sobre todo, un choque de costos. Esas presiones de costos fueron absorbidas por la reducción de las márgenes de ganancia y por la caída en el costo salarial nominal por unidad producida, en un contexto de débilitamiento de la demanda y depresión en el mercado de trabajo.

CUADRO C.  
*Piso para las reservas internacionales líquidas (a)*

	Nov./1999	Dic./1999	Ene./2000	Feb./2000	Mar./2000
Valor esperado de las reservas	25 173	23 532	23 652	24 202	23 757
Margen para intervenir en el mercado	4 183	3 232	4 702	4 452	2 407
Valor mínimo de las reservas	20 990	20 300	18 950	19 750	21 350
<i>Memorando</i>					
Piso anterior	22 600	22 300	en el fijado	en el fijado	en el fijado

Fuente: Banco Central de Brasil (<http://www.bcb.gov.br>).

Nota: (a) Las reservas internacionales líquidas excluyen los recursos vinculados al acuerdo con el FMI (R\$ 20.4 billones hasta diciembre de 1999).

El nivel de utilización de la capacidad productiva instalada fluctuó alrededor de 78%, de acuerdo con la Federación de las industrias de Estado de São Paulo. De acuerdo con la encuesta del Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE) —Encuesta Mensual de Empleo—, la tasa de desempleo abierto en las regiones metropolitanas fue de 7.6% en 1999. Con todo, según la encuesta de Dieese y de la Fundación Seade la tasa de desempleo total y abierto en la región metropolitana de São Paulo fue de 19,3% en relación con la Población Económicamente Activa (PEA). En esta última, se considera desempleado a aquel trabajador que estaba buscando empleo en los últimos meses, mientras que la primera

<sup>10</sup> Para una discusión sobre los mecanismos que operaron en la caída de la tasa de inflación durante el establecimiento del Plan Real, véase Andrei (1998).

considera de manera módica a aquel que buscó empleo en la última semana. El ingreso medio de las personas ocupadas cayó 7.61%, en términos reales, en 1999, en relación con el año anterior e incrementó, de forma significativa, el proceso de deterioro de las condiciones de trabajo (cuadro 10)<sup>11</sup>.

A mediados de 1999, el Banco Central se adhirió al modelo de metas inflacionarias (*inflation target*), definidas sobre bases anuales (8% para 1999, 6% al 2000 y 4% al 2001) y de forma bastante flexible, como parámetro de conducción de la política monetaria.<sup>12</sup> Se definió un intervalo de tolerancia (o “banda”) de cuatro puntos porcentuales (de más o menos 2% en relación con las metas anuales mencionadas). El índice de precios elegido fue el Índice de Precio al Consumidor Ampliado (IPCA). Sin embargo, en la carta de intenciones de Brasil con el FMI, divulgada la primera semana de diciembre, se introdujeron modificaciones significativas en el sistema de metas inflacionarias, que hicieron el modelo considerablemente más rígido. Se definió un “mecanismo de consulta sobre la inflación”, que obligaba al Banco Central a someterse a un sistema de control por parte del FMI. Las metas, fijadas antes cada año, pasaron a ser trimestrales. La variación del IPCA en 12 meses debería ser de 7.5% en marzo de 2000, 7% en junio, 6.5% en septiembre y 6% en diciembre. Además de eso, el FMI decidió introducir una nueva banda, más estrecha, de apenas un punto porcentual hacia arriba o hacia abajo en relación con las metas trimestrales fijadas. Si la inflación excedía el límite superior de la banda, el Banco Central “discutirá con los técnicos del FMI la respuesta de política apropiada”. La banda amplia, de cuatro

---

<sup>11</sup> Según el IBGE, la caída en el ingreso medio real de los trabajadores durante la década de los noventa fue de 8%. La participación de los trabajadores en el mercado laboral sin compromisos contractuales y, por tanto, sin beneficios contractuales, aumentó de 19.1% en 1991 a 26.4% en 1999. Por su vez, la participación de los trabajadores con relaciones contractuales en el mercado de trabajo cayó de 56.9% a 44.5% en el mismo período (*Folha de São Paulo*, 2000).

<sup>12</sup> El sistema de metas inflacionarias fue establecido en el Decreto núm. 3088, del 22 de junio de 1999. Para una discusión general sobre ese régimen monetario véase Delfim Netto (1999).

puntos porcentuales, fue mantenida tal como la definió el Banco Central. Si el techo trimestral de esta banda fuera superado, las autoridades brasileñas “deberían hacer una consulta a la dirección ejecutiva del FMI (...) antes de solicitar otras cuota en el ámbito del programa”. Así, aumentó el riesgo de que el Banco Central, con una tutela más estrecha del FMI, fuera forzado a responder con aumentos de la tasa de interés, o de otras medidas restrictivas en el volumen de crédito, a eventuales desvíos de la inflación con relación con sus metas.

En el segundo semestre, ocurrió un fuerte debate entre los miembros del gobierno y la prensa especializada sobre una posible aceleración de la tasa de inflación, que exigiría el cambio en la dirección de la política monetaria aplicada por el Banco Central. El IPCA acumulado alcanzó 8.94% de enero a diciembre, sobrepasando el techo de la meta inflacionaria definida para el año de 1999 (8%), pero permaneciendo dentro del intervalo de tolerancia (de 6% a 10%). No obstante, los índices inflacionarios apuntaban a una inflexión en la tendencia en diciembre y se confirmó la hipótesis de que se estaba delante de: *a*) un choque de oferta agrícola, proveniente de la falta de estímulos a la producción agrícola, acentuado por la sequía en algunas regiones productoras; *b*) un choque externo representado por la duplicación del precio del petróleo; *c*) contratos de privatización que garantizaban reajustes tarifarios automáticos a través del IGP-M en los sectores de energía eléctrica, telecomunicaciones, carreteras, etc., frente a frágiles agencias reguladoras y; *d*) una elevación exagerada del tipo de cambio, con excesiva volatilidad.

Silveira (1999), al investigar los factores de presión sobre los precios al consumidor a lo largo del año, desagregó los diferentes conceptos del Índice de Precios al Consumidor de la Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (IPC-FIPE) en los siguientes grupos: 1) precios administrados (tarifas públicas y combustibles); 2) precios sujetos a variaciones estacionales fuertes (alimentos semi-elaborados, naturales y vestido); 3) “núcleo” de la inflación (definido por el comportamiento del precio de los bienes restantes, divididos en “comercializables” y “de servicios”).

En esa perspectiva, la trayectoria de la inflación durante el año de 1999 se pudo descomponer en tres períodos (cuadro 14). En el primero, ubicado entre enero y abril, la inflación se elevó como consecuencia de aumentos significativos en los precios administrados y en los de bienes “comercializables”. En el segundo, localizado entre mayo y junio, hubo una pequeña deflación y un comportamiento favorable en casi todos los grupos. En el tercero, comprendido entre julio y octubre, la inflación volvió a subir, debido a la elevación de los precios administrados y de los “precios con fuerte variación estacional” (aumento significativo en el precio de la carne). Se observó, entonces, que la mayor presión inflacionaria (hasta octubre) provenía de los precios administrados, cuyo incremento alcanzó 18.2%. El llamado “núcleo” de la inflación presentó un aumento de precios de apenas 3.1%, integrado por el incremento de 5.7% en los precios de los “comercializables” (influidos de manera directa por la devaluación cambiaria) y de una deflación de 0.3% en los servicios.<sup>13</sup>

Así, ante la ausencia de evidencias explícitas de presiones inflacionarias y de un sistema de “purga”, que facilitara la conducción de la política monetaria, el Banco Central dejó inalterada la tasa de interés (19%) en su última reunión del año. Por “purga” se entiende el descuento mensual, de las presiones inflacionarias, secundarias y transitorias, con el objeto de identificar las influencias más duraderas, el llamado índice de “la esencia inflacionaria” (*core inflation*), es decir la influencia de la demanda global.<sup>14</sup>

---

<sup>13</sup> Los estudios de Barros & Toledo Neto (2000) llegaron a resultados similares: “cuando el IPCA apuntaba a una inflación anualizada del orden de 10% a finales de 1999, notoriamente por factores específicos, las mediciones del “núcleo” sugerían una inflación entre 4% y 5%”

<sup>14</sup> La exclusión de las variaciones estacionales del índice inflacionario adoptado en las metas inflacionarias, común a los países que se comprometieron con este mecanismo de política, no sería viable en Brasil, en virtud de las reacciones sociales negativas que tales formas de medida desencadenarían, así como por las posibles manipulaciones en los índices de precios, como las ocurridas en un pasado reciente. Eso revela la frágil credibilidad en el Banco Central de Brasil..

**CUADRO 14.**  
*Evolución de los precios al consumidor (IPC-FIPE) en 1999*  
 Tasa de variación acumulada (%)

	enero-abril	mayo-junio	julio-octubre	enero-octubre
Índice FIPE	2.97	-0.45	3.93	6.53
1. Precios administrados	4.63	0.47	12.57	18.20
2. Precios c/Fuerte variación estacional	1.88	-1.58	3.55	3.55
3. Núcleo de la inflación	2.62	0.17	0.50	3.07
3.1 Comercializables	4.74	0.24	0.89	5.70
3.2 servicios	-0.07	0.08	0.00	-0.33

Fuente: Instituto de Economía/UFRJ, *Boletim de Conjuntura*, vol. 19, núm. 4, diciembre de 1999, a partir de los datos originales de Fundação Instituto de Pesquisa Econômica (FIPE) de la Universidad de San Paulo.

Finalmente, concebida para promover el ajuste externo, la política económica, adoptada después de la maxidevaluación —flotación del tipo de cambio combinada con la reducción gradual de la tasa de interés— con el apoyo de las entidades multilaterales (FMI, *World Bank*, BID), permitió un substancial descenso en la cotización de dólar, entre mayo y junio, atenuando las presiones inflacionarias que también fueron reprimidas por la profundización de la recesión que ya estaba instalada desde mediados de 1998. El éxito logrado en mitigar el impacto inflacionario, junto con la reducción de la tasa de interés, suavizó el proceso recesivo. A mediados de 1999, se generó en los mercados financieros un clima auspicioso de que la economía brasileña había sobrepasado el fortísimo impacto de la maxidevaluación sin estimular nuevamente la indexación inflacionaria y sin sumergir en una recesión de gran profundidad (Carvalho, 1999). En 1999, la tasa de crecimiento del PIB mostró ser ligeramente positiva, 0.82% (cuadro 10).<sup>15</sup>

<sup>15</sup> Durante los años noventa, la tasa promedio de crecimiento del PIB brasileño se situó alrededor de 1,6%. En 1998, exhibe una caída de 0,12% con relación a 1997, según el IBGE (ver cuadro 10).

La política económica aplicada con relación al real fue eficiente para estabilizar los precios, pero aumentó la vulnerabilidad de la balanza de pagos, con una alteración de la estructura del sector industrial, y el deterioro de las cuentas públicas. Los resultados de la balanza comercial fueron decepcionantes. No obstante una devaluación nominal del 48% y una caída del 14.7% en las importaciones, la balanza comercial registró un déficit de US\$ 1.2 billones en 1999, toda vez que las exportaciones cayeron 6.1% en términos de valor. Las condiciones adversas de los precios en el mercado internacional —en particular, entre los productos básicos y semimanufacturados— hicieron inviable el resurgimiento de las ventas externas. Las importaciones de bienes de consumo, más sensibles a la devaluación del real, fueron las que más se contrajeron (-31.3%), seguidas de las de bienes de capital (-15.8%) y de las compras de materias primas y productos intermedios (-10.3%). Este comportamiento asimétrico entre las importaciones y las exportaciones ocasionó una pérdida estimada de 12% en los términos de intercambio con el exterior (Funcex, 2000).

La combinación de un tipo de cambio revaluado y una tasa de interés elevada prevalecientes durante la estabilización del real desestímulo los proyectos dirigidos a la diversificación de las exportaciones, especializándose en productos menos nobles, tanto de origen agrícola,<sup>16</sup> como de origen industrial, que promovían importaciones “depredadoras” y aumentaron la participación de la propiedad extranjera en el saldo del capital interno. La participación extranjera llegó a 93% en la industria automovilística, 89% en el sector de higiene, limpieza y cosméticos, 79% en la industria electro-electrónica, y 75% en el sector de telecomunicaciones (Batista Jr., 1999). Los factores anteriores, junto con la caída de los precios de las *commodities*, ayudan a explicar el lento proceso de respuesta de las exportaciones a la devaluación del tipo de cambio y el aumento de las remesas por ganancias, intereses y dividendos al exterior. Esa dinámica puso en evidencia

---

<sup>16</sup> De acuerdo con la Secretaría de Producción y Comercialización del Ministério de la Agricultura, en 1999, el sector agropecuario generó 41.25% de las exportaciones brasileñas, produciendo un superávit comercial de US\$ 13.4 billones (Zanata, 2000) (cuadro 15).

la vulnerabilidad de la balanza de pagos. La cantidad de intereses enviada al exterior fue creciente durante toda a década y alcanzó US\$15.2 billones en 1999, las ganancias y dividendos remetidos fueron de US\$ 4 billones. En consecuencia, el déficit en cuenta corriente fue de US\$ 24.4 billones, siendo cubierto por la entrada de US\$ 31.5 billones en inversión extranjera directa (cuadros 9 y 1). Así, una de las principales fuentes del déficit llegó a ser rígida (las remesas de intereses y ganancias), en función del servicio de un pasivo externo elevado y en expansión.

CUADRO 15.  
*Balanza comercial del sector agropecuario*

Productos	Exportaciones	Importaciones	Saldo
Compuesto de soya	3 732.7	427.7	3 305.0
Café y sus derivados	2 441.2	20.3	2 420.9
Papel y celulosa	2 144.4	787.7	1 356.7
Cuero y calzado	2 099.2	240.4	1 858.8
Carnes y pescados	2 032.7	385.9	1 646.7
Caña, azúcar y alcohol	2 010.0	56.8	1 953.2
Madera	1 391.0	56.1	1 334.9
Jugos de frutas	1 340.0	153.7	1 186.3
Cigarros y tabaco	961.2	13.3	947.9
Frutas y hortalizas	351.3	424.9	-73.6
Algodón y fibras textiles naturales	221.1	419.0	-198.0
Cacao y sus derivados	158.0	125.2	32.8
Bebidas	122.7	149.1	-26.4
Cereales y sus derivados	74.2	1 462.5	-1 388.2
Abonos y fertilizantes	38.3	863.8	-825.6
Productos básicos	15.7	445.4	-429.8
Otros	672.2	330.7	341.5
Total Agronegocios	19 806.0	6 362.6	13 441.4
Balanza Comercial	48 011.5	49 210.3	-1 198.9
Agronegocios/ Balanza Comercial (en %)	41.2	12.9	-

Fuente: Secretaría de Producción y Comercialización de Ministerio de la Agricultura, *apud* Zanata (2000).

En relación con la deuda líquida del sector público, el acuerdo con el FMI impuso un máximo de R\$ 513.5 billones (49.3% de PIB) para diciembre

de 1999. En valores absolutos, ese límite fue ligeramente superado, pues la deuda líquida alcanzó R\$ 516.6 billones, sin embargo, como proporción del PIB la meta fue cumplida, manteniéndose en 47% del PIB, dado el mejor desempeño de denominador. Durante el año de 1999, hubo una pequeña caída en la participación de los títulos posfijados en el total de los títulos públicos federales: después de alcanzar un máximo de 73.3% en marzo, se redujeron a 66.6% en diciembre. Ese movimiento, como afirmamos antes, reflejaba las dificultades de gobierno de intercambiar su deuda a partir de la colocación de títulos prefijados, en un ambiente de fuerte incertidumbre y, en consecuencia, con expectativas de incremento en las tasas de interés. La incertidumbre sobre la situación de las tasas de interés futuras condujo al mercado financiero a preferir los títulos prefijados o a exigir premios de riesgo muy altos para adquirirlos.<sup>17</sup> Como resultado, el gobierno debía emitir títulos posfijados —remunerados por la tasa overnight/Selic— para garantizar la “bola de nieve” de su deuda.

En noviembre, el Banco Central anunció un conjunto de medidas para incentivar la prolongación de la estructura de la deuda pública, con títulos prefijados (la deuda pública en el mercado era de R\$ 411.8 billones en octubre, con un período de duración promedio de 3.77 meses, siendo de modo predominante posfijada o indexada al tipo de cambio).<sup>18</sup> En forma general, la meta del gobierno era aumentar la liquidez de los títulos prefijados, principalmente a través de la consolidación de un mercado secundario. Con el aumento de la liquidez de estos títulos, el gobierno pretendía hacer más atractivos los títulos con un plazo de vencimiento más largo, reduciendo al mismo tiempo su costo de colocación.

---

<sup>17</sup> Las actividades del sector bancario se modificaron, concentrándose en las operaciones con títulos públicos, generando 43% de sus ingresos, mientras que los empréstitos al sector privado representaban apenas 17% a finales de 1998 (Pinto, 1999a).

<sup>18</sup> En el Memorando de Política Económica enviado al fmi, en 2/12/1999, estableció la necesidad de contener el crecimiento de la deuda mobiliaria interna vinculada al dólar. Esto significará la reducción de la oferta de cobertura cambiaria del gobierno al mercado (Memorandum on Economic Policies, 2 de diciembre de 1999, Washington, imf – <http://www.imf.org>).

A pesar de las decisiones del Banco Central, la depresión financiera del sector público alcanzó niveles sin precedentes: la relación intereses de la deuda pública/PIB se elevó de 3.2% promedio durante el período 1990/1994, al 5% entre 1994/1998. En 1998, el peso de los intereses se había vuelto dominante en la composición del déficit público; en este año los gastos por el interés nominal de la deuda alcanzaron cerca de 8% del PIB. Este carácter financiero del déficit público continuó agravándose en 1999; a finales de diciembre el déficit nominal del sector público era de R\$ 96.2 billones (9.5% del PIB); el volumen de intereses de todas las esferas del gobierno —confederación, estados y municipios— y de las empresas estatales sumó R\$ 127.2 billones (12.6% del PIB). El superávit primario acumulado —concepto que excluye los gastos por intereses y la corrección de la deuda— llegó a R\$ 31.0 billones (3.0% de PIB), superior al previsto en el acuerdo con el FMI, que era de R\$ 30 billones.

## 2. CONSIDERACIONES FINALES: LA PROFUNDIZACIÓN DE LA INSERCIÓN INTERNACIONAL PASIVA

Esperamos haber mostrado que el modelo de estabilización con apertura financiera y comercial y liberalización del mercado cambiario fue acompañado de un rápido crecimiento del pasivo externo de la economía. El ciclo de endeudamiento externo, asociado con la expansión del crédito internacional en los años noventa, o con más precisión, con una nueva etapa de dependencia del financiamiento externo, aumentó de manera considerable la vulnerabilidad de la economía brasileña a un choque externo. Y, apenas nos habíamos librado de la crisis de la deuda de los años ochenta, cuando ya estábamos inmersos en una nueva crisis cambiaria y, por consiguiente, en un nuevo programa de ajuste del FMI.

Podemos aprender entonces que el aumento de la internacionalización del parque productivo del sistema financiero así como de las necesidades de recursos externos para hacer frente a los compromisos de la balanza de pagos, genera dependencia sin desarrollo, capaz de integrar los más pobres, los llamados “inimpregáveis” por el actual presidente (Cardoso,

s/d).<sup>19</sup> Es claro que los grandes bancos y los inversionistas institucionales (fondos de pensión, fondos mutualistas, compañías aseguradoras, fondos de cobertura cambiaria, etc.) que operan a escala mundial y las empresas trasnacionales poco hicieron para coadyuvar en las transformaciones en curso en la economía mundial. Los bancos y los diversos fondos de inversiones permanecieron ávidos de valores de corto plazo, las trasnacionales apenas modernizaron sus fábricas, de acuerdo con las estrategias establecidas por las matrices, en función de metas de exportación y de la evolución del mercado interno. El papel del país en la dinámica internacional contemporánea se restringió al de exportador de productos agrícolas e industriales tradicionales, y de importador de bienes y servicios de alta tecnología. Así, perdimos capacidad de dirigir el crecimiento autónomo que derivaría de la inversión industrial en los nuevos sectores dinámicos. Subordinamos la política económica y las metas de crecimiento de la economía a las fluctuaciones de los mercados de capitales mundializados, que cambian de modo abrupto de la euforia a la depresión (Kregel, 1996: 43). Esa estrategia de internacionalización y de financiamiento<sup>20</sup> de la riqueza y de la renta de los estratos superiores (por cada R\$ 8.00 de déficit público, R\$ 7.00 fueron destinados a pagos de interés en 1998), con un proceso de diferenciación del consumo de los segmentos sociales altos y medios, resultó apenas en una limitada modernización de la economía, con destrucción de empleos e incremento de la exclusión social.

Esa política económica también implicó efectos perjudiciales en las relaciones entre la empresa pública y el sector privado nacional. Durante el período caracterizado como de desarrollo nacional existió una interacción virtuosa entre la inversión y el gasto público y las decisiones privadas. El gobierno actual ignoró el papel estratégico de los gastos de inversión del sector productivo estatal en la coordinación de las decisio-

<sup>19</sup> Según una proyección de Márcio Pochmann, profesor de IE/Unicamp, los indicadores de exclusión social tienden a regresar a las posiciones anteriores al Plan Real. En 1993, el país tenía 44.2% de pobres en la Población Económicamente Activa (PEA) con ingreso. Ese porcentaje declinó a 31.3% en 1996, pero volvió a elevarse a partir de 1997. En 1998, los pobres eran 33.2% de la PEA con ingreso, representando 20.2 millones de personas. Cf. Toledo (1999).

<sup>20</sup> Cf. Braga (1997).

nes privadas. Tal vez, el resultado habría sido menos desastroso si el proceso de privatización hubiese permitido la diversificación sectorial y el fortalecimiento financiero y tecnológico de las grandes empresas nacionales privadas aumentando su capacidad de competencia en el mercado interno y internacional. Hasta diciembre de 1999, las privatizaciones recaudaron un volumen de US\$ 72.4 billones, siendo US\$ 32.1 billones (44.4%) de origen extranjero necesarios para consolidar los déficits crecientes de la balanza de pagos.

El acuerdo con el FMI se caracterizó por la profundización de esta estrategia de una inserción internacional pasiva, con liberalización cambiaria y de los mercados financieros privados. Eso fue explícito en el comunicado entre las autoridades brasileñas y la dirección del Fondo, al enfatizar el firme compromiso con: “el mantenimiento de una política flexible de tasas de interés; la eliminación de cualquier control sobre las salidas de capitales; el pago integral del servicio de la deuda interna y externa; la continuidad de los esfuerzos en curso con miras a las reformas estructurales en el sistema de previsión y bienestar social, el sistema tributario, las instituciones y el proceso presupuestal, el sistema financiero, el mercado de trabajo y las privatizaciones, entre otras”. Las élites dirigentes optaron por redoblar la apuesta en el modelo, atendiendo a las señales de la comunidad financiera internacional. Es como si la adopción de esa política fuese un imperativo histórico, ineludible.

En esa perspectiva, el presidente del Banco Central de Brasil, Armínio Fraga, tras el reingreso de Brasil al mercado de títulos internacionales, con una emisión de bonos de US\$ 3 billones en abril de 1999, defendió la aplicación de una política que promoviese una mayor desregulación de sistema financiero doméstico —reducción de las orientaciones compulsivas de los créditos y de las restricciones para determinadas operaciones— y mayor integración con el mercado financiero internacional, mediante el mejoramiento de las reglas de supervisión financiera, de los mecanismos de administración del riesgo de las propias instituciones y de las exigencias mínimas de capital (Acuerdo de Basileia) [Lucchesi, 1999 y Pinto, 1999b]. De modo adicional, a mediados de noviembre, el Banco Central anunció que pretende instituir la libre convertibilidad del

real —la posibilidad de intercambiar moneda nacional por extranjera sin restricciones— durante 2000. En la actualidad, las personas físicas solamente pueden comprar sin identificación hasta US\$ 10 mil en moneda extranjera y parte de la remesa en moneda extranjera al exterior debe ser realizada por la llamada CC-5 (creada originalmente para transacciones de inversionistas no residentes en el país).<sup>21</sup> Por las nuevas reglas, no habría límites para la compra de moneda extranjera por las personas físicas y la remesa de moneda extranjera al exterior sería libre, pero debería ser declarada para efectos del impuesto sobre la renta. Las cuentas en moneda extranjera en el país continuarán prohibidas (Pinto, 2000). Por tanto, el Banco Central pretende profundizar la liberalización de los movimientos de capitales, desregulando el mercado cambiario, y ofreciendo mayores facilidades y garantías para las remesas de rendimientos al exterior.

En nombre de esta estrategia, se ha continuado proponiendo innúmeras reformas, consideradas imprescindibles para que el país retome el camino del crecimiento, profundizando la modificación de la estructura de los mecanismos de funcionamiento del capitalismo brasileño. En nombre de la modernización, la economía brasileña, con un sistema industrial más integrado entre los países en desarrollo, pasará por nuevos procesos de desindustrialización, de desnacionalización, y de creciente endeudamiento externo, toda vez que la “inserción internacional” continuará orientada en dirección a las ganancias de productividad impuestas a los productores locales por la comunidad externa; el crecimiento dependerá en lo fundamental de la inversión extranjera; y las condiciones de financiamiento de la economía van estar aparejadas al avance de la liberalización financiera, en la búsqueda de una supuesta convergencia entre las tasas de interés internas y las internacionales.

Esperamos haber mostrado los límites y contradicciones internas de la estrategia económica del gobierno actual. Durante los últimos 20 años, los mensajes para promover la liberalización económica han llevado

---

<sup>21</sup> De acuerdo con un estudio del Banco Central fueron remitidos al exterior R\$ 124.12 billones entre 1992 y 1998, utilizando la cuenta CC-5 (Maschio, 1999).

la promesa de un resurgimiento del desarrollo económico y social apoyado en el capital extranjero. En la realidad, los procesos de liberalización han provocado un bajo dinamismo económico, un aumento de las tasas de desempleo, una precarización de las relaciones de trabajo, la degradación de los salarios, un incremento de las desigualdades y sucesivas crisis cambiarias y financieras.

Una política alternativa debería pasar por la centralización de los movimientos cambiarios que posibilitara retomar el control del dinero y el crédito doméstico (sobre todo de los bancos públicos), puesto que al mantener una cuenta de capitales relativamente abierta, el tipo de cambio continuará muy volátil y la tasa de interés interna presentará límites a la reducción. Sumado a esto, debería adoptar una política activa de exportaciones y de sustitución de importaciones, para que el superávit comercial fuese capaz de financiar los flujos del servicio de la cuenta corriente, pues no puede existir una efectiva superación de la crisis hasta que la balanza comercial muestre resultados superavitarios importantes. En ese sentido, será preciso comprometer a las empresas transnacionales en metas de exportación. Esas empresas son las que representan dos tercios del comercio mundial y en Brasil representan cerca de 43% de las exportaciones de manufacturas conforme los datos del cuadro 16. Finalmente, debería crear las condiciones para el fortalecimiento de grandes grupos económicos de capital nacional, proyectándolos como *global players*. La consolidación de un conjunto de grupos nacionales de presencia mundial —en la actualidad, apenas contamos con tres: Petrobrás (exploración y refinamiento de petróleo), Embraer (aviación civil) y la Compañía Vale de Rio Doce (explotación de minas)— podría estimular el desarrollo de núcleos endógenos de progreso técnico, con capacidad de lanzar marcas brasileñas, crear nuevos mercados y generar actividades y empleos de alta calificación. El capital extranjero puede cumplir apenas en parte esas funciones, pues tiende a concentrar los centros de innovación en las matrices respectivas.

## CUADRO 16.

*Participación de las empresas extranjeras en el total de las exportaciones de la industria de transformación (1995-1997)*

Sector por Intensidad de factor (CNAE)	1995	1996	1997	Variación 1995/1997
<b>Capital y Tecnología</b>				
Productos Textiles	15.2	13.9	20.6	35.0
Productos Químicos	38.9	43.1	43.0	10.5
Metalurgia Básica	12.3	12.0	12.5	2.2
Productos Metálicos	44.3	48.9	49.8	12.4
Maquinaria y Equipos	64.5	61.6	65.7	1.8
Máq. para Oficina y Informática	71.0	82.5	86.0	21.0
Máquinas, Aparatos y Materiales Eléctricos	78.0	81.8	80.9	3.7
Material Electrónico y de Comunicaciones	84.8	83.9	80.0	-5.6
Instrumentos Médico-Hospitalarios de Precisión y Ópticos	79.5	86.0	85.3	7.2
Vehículos Automotores	83.1	83.9	85.8	3.3
Otros Equipamientos de Transportes	26.4	25.0	6.3	-76.3
<b>Promedio</b>	<b>54.4</b>	<b>56.6</b>	<b>56.0</b>	<b>1.4</b>
<b>Trabajo</b>				
Vestidos y Accesorios	19.4	24.4	26.6	36.8
Cuero y Calzados	3.3	3.3	3.7	13.3
Celulosa, Papel y Productos de Papel	14.2	14.8	14.5	2.3
Editorial y Gráfica	5.3	5.8	8.3	57.9
Muebles e Industrias Diversas	19.0	22.2	24.6	29.4
<b>Promedio</b>	<b>12.2</b>	<b>14.1</b>	<b>15.5</b>	<b>27.9</b>
<b>Recursos Naturales</b>				
Alimentos y Bebidas	14.7	14.0	22.7	54.3
Tabaco	95.3	95.6	92.2	-3.2
Productos de Madera	10.0	12.5	8.8	-12.8
Caucho y Plástico	68.6	71.5	71.5	4.1
Minerales	22.7	25.7	23.3	2.7
<b>Promedio</b>	<b>42.3</b>	<b>43.9</b>	<b>43.7</b>	<b>9.0</b>
<b>Promedio General</b>	<b>41.5</b>	<b>43.4</b>	<b>43.4</b>	<b>9.5</b>

Fuente: Moreira (1999b, cuadro 13, p. 19).

## BIBLIOGRAFÍA

- Andrei, Cristian A., “O Plano Real e a queda da inflação”. *Anais do III Encontro Nacional de Economia Política*, volume II. São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política/Rio de Janeiro: Editora da Universidade Federal Fluminense, 1998, pp. 792-807.
- Banco Central do Brasil, *Notas para Imprensa*, Brasília, D. F. (varios números), 1999.
- Boletim do Banco Central*, Brasília, D. F. (varios números), 1999.
- Barros, José Roberto Mendonça de & Toledo Neto, Celso de Campos, “A lógica do núcleo de inflação”, *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 3 de julho, 2000, pp. A-3.
- Barros, Octavio de; Passanezi, Reynaldo; Lima, Luis Afonso Fernandes & Serra, Raúl Garcia, *Cenários para a economia brasileira: desafios do médio prazo*. São Paulo: Área de pesquisa e Estudos Econômicos do Banco Bilbao Vizcaya – Brasil, 14 de dezembro, 1999.
- Batista Jr., Paulo Nogueira, “A desnacionalização continua”, *Folha de São Paulo*, São Paulo, 15.7.1999, pp. 2-2.
- \_\_\_\_\_, “O FMI e as metas de inflação”, *Folha de São Paulo*, São Paulo, 9.12.1999, pp. 2-2.
- Belluzzo, Luiz Gonzaga de Mello, “Notas sobre a crise da Ásia”. *Revista Praga Estudos Marxistas*, núm. 5. São Paulo: Ed. Hucitec, 1998, pp. 59-75.
- Bielschowsky, Ricardo, () *Os investimentos fixos na economia brasileira nos anos noventa: apresentação e discussão dos números relevantes*. Rio de Janeiro: Cepal (<http://www.cepal.org>), 1998<sup>a</sup>.
- \_\_\_\_\_, *Investimentos na indústria brasileira depois da abertura e do Real: o mini-ciclo de modernizações, 1995-97*. Rio de Janeiro: CEPAL/CNI (<http://www.cepal.org>), 1998b.
- Bielschowsky, Ricardo & Mogilansky, Graciela, *As reformas econômicas e o investimento na América Latina: um enfoque setorial*. Rio de Janeiro: CEPAL/México, D. C.: FCE, (<http://www.cepal.org>), 1999.
- Braga, José Carlos de Souza, “Financeirização global: o padrão sistêmico de riqueza do capitalismo contemporâneo” in: Tavares, Maria da C. & Fiori, José

- L. (Orgs.) *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. Petrópolis: Editora Vozes, 1997, pp. 195-242.
- Braga, José Carlos de Souza; Cintra, Marcos Antonio Macedo & Dain, Sulamis, "Financing the public sector in Latin America". *Discussion Papers*, núm 102, Geneva: United Nations Conference Trade and Development (UNCTAD), 1995.
- Cardoso, Fernando Henrique & Faletto, Enzo, *Dependência e desenvolvimento na América Latina*. Ensaio de interpretação sociológica. Rio de Janeiro: Zahar, 1970.
- Cardoso, Fernando Henrique (s/d) "Mudanças na sociedade brasileira" (s/l).
- Carvalho, Carlos Eduardo, *Surpresas da economia brasileira depois da desvalorização*. Palestra proferida no Latein-Amerika Institut, Freie Universität, Berlin (mimeo), 1999.
- Castro, Antonio Barros de, "Indústria: o crescimento fácil e a inflexão possível", in Velloso, João Paulo dos Reis (Coord.) *A crise mundial e a nova agenda de crescimento*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1999, pp. 273-290.
- CEPAL, *Impacto de la crisis asiática en América Latina*. Santiago: Comisión Económica para América Latina y el Caribe, LC/G. 2026/SES.27/23, 5 mayo de 1998, (<http://www.cepal.org>).
- Chesnais, François, "A fisionomia das crises no capitalismo mundializado" en *Revista Novos Estudos*, núm. 52, São Paulo: Cebrap, 1998, pp. 21-53.
- Cintra, Marcos Antonio Macedo, *Uma visão crítica da teoria da repressão financeira*. Campinas: Editora da Unicamp/São Paulo: Fapesp, 1998.
- Comissão Parlamentar de Inquérito dos Bancos, *Relatório final*. Brasília, D. F: Senado Federal (Requerimento núm. 127, de 21 de novembro), 1999.
- Coutinho, Luciano G. & Belluzzo, Luiz Gonzaga de M., "Desenvolvimento e estabilização sob finanças globalizadas". *Revista Economia e Sociedade*, núm. 7, Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 1996, pp. 129-154.
- Cunha, André Moreira, "O Pacífico Asiático: da integração econômica dos anos 80 e 90 à crise financeira". Anais do III *Encontro Nacional de Economia Política*, vol. I. Niterói: Editora da Universidade Federal Fluminense/Sociedade Brasileira de Economia Política, 1998, pp. 317-335.

- Delfin Netto, Antonio, "Sobre as metas inflacionárias", *Revista Economia Aplicada*, vol. 3, No. 3. São Paulo: Departamento de Economia/FEA-USP e Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE), 1999.
- Demirgürç-Kunt, Asli & Detragiache, Enrica, "Financial liberalization and financial fragility. *Working Paper*", Washington, D. C. : IMF (<http://www.imf.org>), 1998.
- Drummond, Carlos & Wilner, Adriana, "Desvalorização e privilégios", *Revista Carta Capital*, Ano IV, núm. 96, São Paulo, 28 de abril de 1999, pp. 24-31.
- Farhi, Maryse, O futuro no presente: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. Campinas: Instituto de Economia/Unicamp (tese de doutoramento), 1998.
- Fiori, José Luís, "Sem moeda nem coragem", *Folha de São Paulo*, São Paulo, 5.9.1999, pp. 5-9.
- Folha de São Paulo, "Renda média cai 8% na década de 90", *Folha de São Paulo*, São Paulo, 29.2.2000, pp. 2-1.
- Franco, Gustavo, "A inserção externa e o desenvolvimento". *Revista de Economia Política*, vol. 18, núm. 3. São Paulo: Centro de Economia Política/Editora 34, 1998, pp. 121-147. .
- Freitas, M. Cristina Penido de , "A ampliação recente da participação estrangeira no sistema bancário brasileiro". *Análise Econômica*, Ano 17, núm. 32, Porto Alegre: Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, 1999<sup>a</sup>, pp. 31-49.
- \_\_\_\_\_, "A abertura do sistema bancário brasileiro ao capital estrangeiro", in Freitas, M. C. P. de (Coord.); Prates, Daniela M. & Cintra, Marcos Antonio Macedo *Abertura do sistema financeiro brasileiro nos anos 90*. São Paulo: Fundap/Fapesp, 1999b.
- Frenkel, Roberto, *Capital market liberalization and economic performance in Latin America*. New York: New School for Social Research (Center for Economic Policy Analysis) (<http://www.newschool.edu.cepa>), 1998.
- \_\_\_\_\_, *El fortalecimiento del sector financiero en el proceso de ajuste: liberalización y regulación*. New York: Banco Interamericano de Desarrollo/ Buenos Aires: Centro de Estudios de Estado y Sociedad, 1994.
- Funcex, "Balança comercial e outros indicadores conjunturais", núm. 149, Anexo da *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, núm. 62. Rio de Janeiro: Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior, 2000.

- Fundap, *Indicadores Diesp*. São Paulo: Fundação do Desenvolvimento Administrativo (varios números), 1999.
- Furtado, João, “Mundialização, reestruturação e competitividade: a emergência de um novo regime econômico e as barreiras às economias periféricas”. *Revista Novos Estudos*, núm. 53, São Paulo: Cebrap, 1999, pp. 97-118.
- Goldstein, Morris; Folkerts-Landau, David *et al*, *International capital markets: Part I. Exchange rate management and international capital flows*. Washington, D. C.: International Monetary Fund (World Economic and Financial Surveys), 1993.
- Gonçalves, Reinaldo, *Globalização e desnacionalização*. São Paulo: Editora Paz e Terra, 1999.
- \_\_\_\_\_, “Desnacionalizado e endividado”, *Correio da Cidadania*, Ano V, núm. 202, São Paulo, 15 a 22 de julho, 2000, pp. 10.
- Gouvea, Jorge L., *Bancos (e finanças) no Brasil: reestruturação e tendências*. São Paulo: Dieese/CNB/CUT (mimeo), 1999.
- Gremaud, Amaury Patrick & Toneto Jr., Rudinei, “Política cambial: antigos problemas, velhos debates...”. *Revista Praga*, núm. 9. São Paulo: Editora Hucitec, 2000, pp.81-96.
- Guimarães, Samuel Pinheiro, *Capital nacional e capital estrangeiro*. Brasília, D. F.: Itamaraty (<http://www.mre.gov.br>), 1999.
- IEDI, *Trajetória recente da indústria brasileira*. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, 1999.
- Izaguirre, Mônica, “Dívida pública sobe R\$ 103 bi com desvalorização”. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14.4.1999a, pp. A-6.
- \_\_\_\_\_, “Pacote estimula a demanda por prefixados”. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 5.11.99, 1999a, pp. B-2.
- Kregel, Jan A., “Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais”. *Revista Economia e Sociedade*, núm. 7, Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 19996; pp. 29-49.
- Laplane, Mariano F. & Sarti, Fernando, “Investimento direto estrangeiro e a retomada do crescimento sustentado nos anos 90”. *Revista Economia e Sociedade*, núm. 8, Campinas: Instituto de Economia/Unicamp, 1997, pp. 143-181.

- \_\_\_\_\_, “Investimento direto estrangeiro e o impacto na balança comercial nos anos 90”. *Texto para Discussão*, No. 629. Brasília, D. F.: Ipea, 1999.
- Lucchesi, Cristiane Perini, “BC prepara medidas para liberação do câmbio”, *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 14.7.1999, pp. B-1.
- Maia, Geraldo, “Restructuring the banking system – the case of Brazil”, in *Bank restructuring in practice*. Basel: Bank for International Settlements (BIS Policy Papers, núm. 6), 1999.
- Miranda, José Carlos & Tavares, Maria da Conceição, “Brasil: estratégias de conglomeração”, in Fiori, José Luís (Org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, pp. 327-350.
- Miranda, José Carlos, “A dinâmica financeira da crise asiática”, *Revista Política Externa*, vol. 6, núm. 4, São Paulo: Ed. Paz e Terra/USP-Política Internacional Comparada, 1998, pp. 130-150.
- Moreira, Maurício Mesquita & Correa, Paulo Guilherme, “Abertura comercial e indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo”. *Revista de Economia Política*, vol. 17, núm. 2, São Paulo: Editora 34/Centro de Economia Política, 1997.
- Moreira, Maurício Mesquita, “A indústria brasileira nos anos 90: o que já se pode dizer?”, in Giambiagi, Fábio & Moreira, Maurício Mesquita *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999a, pp. 293-332.
- \_\_\_\_\_, “Estrangeiros em uma economia aberta: impactos recentes sobre produtividade, concentração e comércio exterior”. in Giambiagi, Fábio & Moreira, Maurício Mesquita *A economia brasileira nos anos 90*. Rio de Janeiro: BNDES, 1999b, pp. 333-374. (Este texto foi publicado também como *Textos para Discussão*, núm. 67, Rio de Janeiro: BNDES).
- Pinto, Anibal, *Notas sobre desarrollo, subdesarrollo y dependencia*. México, D. F.: FCE, 1973.
- Pinto, Celso, “Fraga quer mercado mais globalizado”, *Folha de São Paulo*, 28.4.1999, São Paulo, 1999, pp. 2-1.
- \_\_\_\_\_, “A liberalização continua”, *Folha de São Paulo*, 6.1.2000, São Paulo, 2000, pp. 1-12.
- Presidência da República, *5 anos do Real*: estabilidade e desenvolvimento. Brasília, D. F.: Palácio do Planalto (Coleção Documentos da Presidência da República) (<http://www.planalto.gov.br>), 1999.

- Prado, Sérgio Roberto R. & Cavalcanti, Carlos Eduardo, *Aspectos da guerra fiscal no Brasil*. Brasília: IPEA/Seplan e São Paulo: Diesp/Fundap, 1998.
- Prates, Daniela M., “A abertura financeira dos países periféricos e os determinantes dos fluxos de capitais”. *Revista de Economia Política*, vol. 19, núm. 1. São Paulo: Editora 34/Centro de Economia Política, 1999.
- \_\_\_\_\_, *A abertura financeira e vulnerabilidade externa a economia brasileira na década de noventa*. Campinas: IE/Unicamp (Dissertação de mestrado), 1997.
- Ribeiro, Alex, “Socorro da União a bancos estaduais chega a R\$ 60 bi”, *Folha de São Paulo*, São Paulo, 26 de julho, 1999, pp. 1-4.
- Sayad, João, “Projeto para um outro país”, *Folha de São Paulo*, São Paulo, 19 de junho, 2000, pp. B-2.
- Silva, Luiz Afonso Simoens da, *Corrupção e promiscuidade entre os setores público e privado na gestão do sistema financeiro nacional*: a liberalização financeira e a abertura da conta de capital (as contas CC-5). Brasília, D. F.: Confederação Nacional dos Bispos do Brasil (mimeo), 1999.
- Silveira, Caio César Lock Prates da, “Panorama geral”, *Boletim de Conjuntura*, vol. 19, núm. 4, Rio de Janeiro: Instituto de Economia/UFRJ, 1999, pp. 10-17.
- Souza, Francisco Eduardo Pires de, “A política de câmbio do Plano Real (1994-1998): especificidades da âncora brasileira”, *Revista de Economia Contemporânea*, núm. 5, Rio de Janeiro: Instituto de Economia/Universidade Federal do Rio de Janeiro, 1999.
- Tavares, Maria da Conceição, “Império, território e dinheiro”, in Fiori, José Luís (Org.) *Estados e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis: Editora Vozes, 1999, pp. 327-350.
- Toledo, José Roberto de, “Brasil entrou na crise pior do que a Ásia”, *Folha de São Paulo*, 28.2.1999, São Paulo, 1999, pp. 2-10.
- Zanatta, Mauro, “Superávit agrícola caiu no ano passado”, *Gazeta Mercantil*, São Paulo, Rio de Janeiro, 2000, pp. B-20.