

O BRASIL DE LULA: É POSSIBLE A UTOPIA REFORMISTA NA GLOBALIZACIÓN FINANCEIRA?

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

Recibido: 21 de setembro de 2004

Aceptado: 28 de febreiro de 2005

Resumo: Neste texto realízase un balance dos dous primeiros anos da política económica do equipo de Lula. A primeira parte lembra a herdanza do anterior Goberno de Fernando Henrique Cardoso. A pesar de importantes éxitos na loita contra a inflación e na reforma do sector público, aínda perduran profundos desequilibrios internos e externos cunhas elevadas taxas de xuro, unha forte volatilidade das taxas de crecemento e unha notable desigualdade no reparto da riqueza. As tensións aumentan perigosamente durante a campaña electoral a medida que o candidato socialista Lula da Silva sobe nas sondaxes: os "spreads" sobre os préstamos internacionais alcanzan niveis históricos mentres que as taxas de cambio se afunden.

Como se mostra a continuación, o primeiro obxectivo do Goberno de Lula foi reasegurar os mercados financeiros e administrar un "efecto de credibilidade": o seu equipo vai realizar reformas no sector público –no ámbito do sistema de pensións e da fiscalización– perseguindo, por outro lado, unha política de taxas de xuro orientada a loitar contra a inflación. Máis alá destas primeiras medidas de urxencia, Lula continúa claramente a política seguida por Cardoso para ben (sistema de seguridade social, sanidade, educación, reforma do sector público) e para mal (unha política máis atractiva para os especuladores financeiros que para os investidores a longo prazo). Para reducir o paro e a pobreza, o Brasil necesita taxas de crecemento máis elevadas e máis estables cás taxas correntes que se sitúan entre o 3 e o 4%. Despois da estabilización, a principal aposta da Administración Lula consistirá en mobilizar os investidores domésticos e estranxeiros no ámbito das infraestruturas e das industrias máis dinámicas, fortalecendo as políticas sociais.

Palabras clave: Brasil / Estabilización / Axuste / Credibilidade / Crise da balanza de pagamentos / Desenvolvemento / Industrialización / Distribución das rendas / Inflación.

LULA'S BRAZIL: IS THE REFORMIST UTOPIA SOLUBLE IN FINANCIAL GLOBALIZATION?

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

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

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

1. INTRODUCCIÓN

Elixido en outubro do ano 2002, a pesar das inquietudes que suscitara nos círculos de negocios brasileiros e estranxeiros, o presidente “socialista” Lula da Silva non deixou de intentar convencelos da súa capacidade para perseguir e incluso afondar no proceso de “modernización” iniciado no ano 1995 polo seu predecesor Fernando Henrique Cardoso. Como apuntaba recentemente o semanal liberal británico *The Economist* (6 de maio de 2004), non só o partido dos traballadores leva a cabo unha política favorable aos asuntos centrais, senón que as medidas tomadas cativan ante todo aos mercados financeiros e aos especuladores. O sector produtivo debe afrontar o aumento da competencia estranxeira, das taxas de xuro estratosféricas e das taxas de desconto netamente superiores a aquelas dos principais competidores “emerxentes” (sen contribuír, así e todo, a unha mellora das infraestruturas económicas e sociais). En consecuencia, prodúcense taxas de investimento excesivamente febles durante un longo período (da orde do 18% do PIB aínda no ano 2003) e unha constante diminución dos investimentos directos desde o ano 2000. Nas súas últimas intervencións públicas o presidente brasileiro non deixa de lembrar a herdanza legada polos seus predecesores e as obrigas que impoñen a mundialización e os mercados financeiros internacionais. A importancia dos déficits sociais e sobre todo as necesidades colectivas destinadas non só ás familias senón tamén ás empresas implican, porén, medidas “estruturais” de natureza diferente a aquelas ditadas polo que se deu en chamar o “consenso de Washington”.

Antes de facer un balance do Goberno de Lula a medio camiño do mandato presidencial, propoñémonos lembrar os principais elementos da herdanza deixada polo ex presidente F.H. Cardoso e, a partir desta herdanza, deducir as marxes de manobra de Lula da Silva tras a súa elección.

Táboa 1.- Principais indicadores macroeconómicos do Brasil

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

(1) En % do PIB; (2) Chámaselle saldo operativo ao saldo orzamentario total real, é dicir, á suma do saldo primario e dos xuros da débeda, corrixido o total pola inflación.

FONTES: FMI, Banco Central do Brasil, CEPAL, FGV e elaboración propia.

2. A HERDANZA DEIXADA POR F.H. CARDOSO: A MODERNIZACIÓN LIBERAL ENFRONTADA Á INESTABILIDADE DOS MERCADOS FINANCEIROS

O primeiro mandato do presidente Cardoso debía de permitirlle obter vantaxe do éxito do Plan real e do afondamento nas reformas. Sometido á forza dos mercados financeiros, este mandato concluirá a finais do ano 1997 e principios do ano 1998, cunha das maiores crises de cambio que coñeceu a economía brasileira. A pesar diso, a capacidade de recuperación desta permitirlle a F.H. Cardoso terminar o seu segundo mandato en mellores condicións. Porén, a evolución do contexto internacional e a incerteza electoral deixaron ao equipo nomeado polo presidente Lula da Silva nunha situación macroeconómica moi vulnerable.

2.1. AS PRIORIDADES DOS ANOS NOVENTA: RESTABLECER AS MARXES DE MANOBRA MACROECONÓMICAS E ESTABILIZAR UN CRECEMENTO MOI VOLÁTIL

Desde os anos setenta a economía brasileira caracterizouse por unha elevada inflación cuxa aceleración –en gran parte debida á crise da débeda externa e das finanzas públicas– vai minar progresivamente o conxunto das actividades económicas e limitar as marxes de manobra do Goberno. Durante a década dos anos oitenta, nunha contorna rexional e internacional minada pola “crise da débeda”, os programas de estabilización sucédense sen efectos tanxibles sobre os prezos e cun custo elevado en termos de renda nacional (Zantman, 1991).

A recuperación económica da que se benefician moitas economías latinoamericanas durante os anos noventa, aproveitando o retorno dos financiamentos externos, afectaralle a unha economía brasileira que intenta superar enormes desequilibrios. Cunha taxa de crecemento anual do 4,9%, cun saldo orzamentario primario (sen cargas financeiras) excedentario de preto do 2,2% do PIB, é dicir, cun déficit público real (chamado “operacional”) do -0,8% do PIB e cun saldo da balanza corrente equilibrado, a economía brasileira benefíciase no ano 1993 dunha nítida recuperación. Porén, a aceleración dunha inflación en torno ao 2500%, do 500% no ano 1991 e de máis do 1100% no ano 1992, non deixa de inquietar (Zantman, 1993). Neste contexto, o Goberno vai idear un novo programa de estabilización anti-inflacionista intentando conciliar os preceptos “ortodoxos” defendidos polas institucións de Washington e polos mercados financeiros internacionais cunhas medidas que permitan a consolidación do crecemento. O programa adoptado no marco dunha longa concertación coa “sociedade civil” vai ser coroado con éxito, sen provocar, como sucedeu coas tentativas pasadas, os traumatismos característicos das intervencións de choque “heterodoxas” (conxelación dos prezos, dos salarios e das taxas de cambio) ou “ortodoxas” (políticas orzamentarias e monetarias fortemente restritivas) (Benaroya, 1996).

Desde os primeiros meses de implantación do plan, a inflación cae bruscamente: dun ritmo anual do 4922% nos doce meses que preceden á reforma monetaria (establecendo o real o 1 de xullo de 1994) pásase a un 28% nos doce meses seguintes, e todo iso sen un bloqueo autoritario das variables nominais. A nova moeda –o real–, e aínda máis a política económica proposta, beneficiábase rapidamente dunha forte credibilidade como demostra a súa valorización no ano 1994 (todo dentro do marco dun réxime de suxeición cambiario cun tope de 1 real por 1 dólar, tras a definición a partir do ano 1995 dunha estreita banda de flutuación que permite lixeiras variacións).

Cales son os obxectivos do programa adoptado?

- 1) Reducir –se non eliminar– o déficit público e, por conseguinte, o recurso á emisión de débeda como último medio de financiamento do Estado. A redución do peso relativo dunha débeda pública en gran parte interna constituía unha das condicións deste reequilibrio das contas públicas e, posto que o déficit global tiña como orixe a carga financeira deste endebedamento, o éxito do plan implicaba unha redución das taxas de xuro domésticas.
- 2) Quebrar o mecanismo de realimentación inflacionista provocado pola indexación xeneralizada da economía.
- 3) Importar a desinflación, fixando de maneira máis ou menos ríxida a taxa de cambio nominal.
- 4) Mellorar a asignación dos recursos e, xa que logo, os beneficios da produtividade.
- 5) Mellorar o funcionamento dos mercados e aumentar a competencia interna.
- 6) Estimular o aforro interno, pero tamén o aforro externo e, neste sentido, atraer, en primeiro lugar, os investimentos directos como vectores da innovación e como forma de participación na globalización.
- 7) Promover a apertura comercial para ampliar a competencia e reducir a ratio dos xuros da débeda externa sobre os ingresos das exportacións.

A realización dos obxectivos estruturais que pretenden mellorar o funcionamento dos mercados e a asignación dos recursos condicionaban a consolidación do programa de estabilización macroeconómico no curto prazo. Conviña, porén, facerlles fronte ás tensións internas e externas no curto prazo que soen aparecer nas primeiras etapas deste tipo de programas.

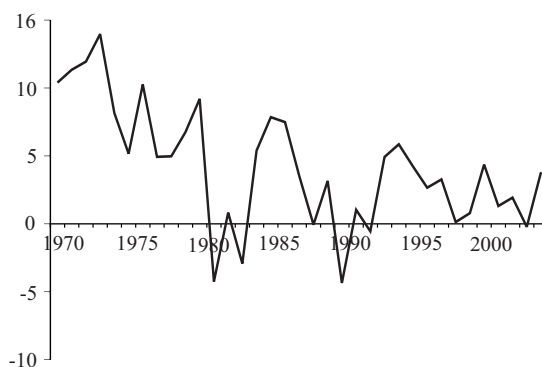
2.2. OS PERIGOS DUNHA POLÍTICA DE FIXACIÓN NOMINAL SOBRE AS TAXAS DE CAMBIO

Ao contrario que os programas de estabilización anti-inflacionistas tradicionais –baseados nunha fixación nominal puramente monetaria e que implican de entrada

unha redución drástica da absorción—, os programas de estabilización que se basean nunha fixación cambiaria coñecen un período de euforia inicial perigoso para os grandes equilibrios e, xa que logo, para o posterior desenvolvemento do programa (Végh, 1992; Calvo e Végh, 1994c; Easterly, 1996; Calvo e Végh, 1999; Chang, 1999):

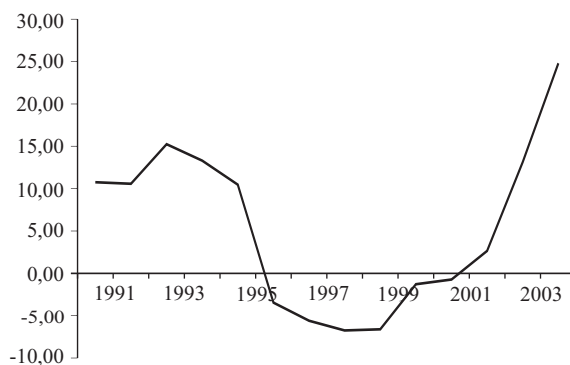
- 1) A mellora do poder de compra, consecuencia da redución da inflación, estimula a demanda privada de consumo (o crecemento económico, derivado da demanda interna, alcanza un 5,9% e un 4,2%, respectivamente, nos anos 1994 e 1995 – gráfica 1–).

Gráfica 1.- Crecemento do PIB en volume (2004: previsións do Banco Central)



FONTE: IPEA.

- 2) A instauración dun réxime de cambio fixo (con ou sen *currency board*), ou incluso simplemente a limitación do axuste de taxas de cambio no marco dun cambio variable (*crawling peg*) ou dunha administración controlada provocan unha valorización real cando se mantén unha inflación residual superior á inflación internacional. Nun primeiro momento esta apreciación real combinada coa apertura comercial favorece as importacións, sobre todo despois dun longo período de crise e de proteccionismo (non só as familias teñen unha necesidade extrema de consumo, senón que esta demanda oríentase cara a bens estranxeiros innovadores). Nun segundo momento, desgasta a competitividade. Chega, entón, un momento no que se pon en dúbida a sostibilidade desta política ;alimentando as expectativas de desvalorización e ocasionando unha presión especulativa sobre a demanda de produtos importados antes do seu futuro encarecemento! Explícanse así as deterioracións do saldo comercial (gráfica 2) e do saldo corrente, que pasan dun case equilibrio nos anos 1993 e 1994 a un déficit do 4,7% do PIB no ano 1997 (cadro 1).

Gráfica 2.- Saldo comercial en miles de millóns de dólares

FONTE: IPEA.

- 3) As taxas de xuro reais deben reducirse progresivamente a medida que se fortalece a credibilidade da política pública. Porén, varias razóns explican a súa subida no curto prazo: en primeiro lugar, a brusca desinflación, fronte ao cambio das expectativas que só provoca –segundo a literatura sobre a teoría das expectativas racionais– a readaptación á baixa das taxas nominais. Pero cómpre engadir, igualmente, a prudencia dun goberno que se empeña en reforzar o programa non abusando dunha política monetaria restritiva. O nivel das taxas de xuro está igualmente condicionado polo comportamento da balanza de pagamentos: o mantemento de taxas elevadas permite atraer os capitais estranxeiros necesarios para o financiamento do déficit corrente posto que os investimentos directos, ou os investimentos de carteira, son incertos ou insuficientes. E posto que estes capitais entran masivamente, a acumulación de reservas impón unha política de esterilización custosa en termos de xuros para incitar a compra de títulos da banca central emitidos para esta ocasión. Ademais, o nivel das taxas de xuro provoca á súa vez un crecemento das cargas da débeda pública nun momento no que o Estado se nega recorrer á emisión de débeda e no que non dispón máis que dos ingresos da taxa inflacionista.
- 4) Por último, o hiperdesenvolvido sistema financeiro (en gran parte público) do Brasil beneficiouse notablemente da inflación: a caída da inflación debilitou bruscamente aos bancos facendo desaparecer as súas oportunidades de beneficio no momento no que a suba das taxas de xuro real, á súa vez, encarecía considerablemente a súa posibilidade de refinanciamento.

Os dous primeiros factores explican a caída das taxas de aforro e o crecemento do déficit corrente. No contexto dos anos noventa, marcados por un retorno dos fluxos de capitais destinados a América latina (debido ao Plan Brady), este déficit transitorio podería parecer indoloro (táboa 2). Do mesmo modo que este retorno sobre o mercado de capitais rompía en gran parte coa lóxica do endebedamento

bancario dos anos setenta e oitenta en beneficio da débeda obrigatoria e das adquisicións de accións –xa se trate de investimentos de carteira ou incluso de investimentos directos–. As privatizacións, xustificadas para racionalizar as finanzas públicas e para eliminar as fontes potenciais de déficit orzamentario, constituían igualmente un incentivo e un soporte para os capitais internacionais.

Táboa 2.- Evolución estrutural dos fluxos de capitais con destino ao Brasil (en miles de millóns de dólares)

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

(1) Investimentos estranxeiros directos netos; (2) Investimentos en carteira directos netos; (3) Crédito bancario e outros financiamentos.

FONTE: IFS/FMI.

Tras un primeiro ano caracterizado pola restauración do equilibrio orzamentario (grazas a unha suba dos ingresos fiscais e a un mellor control dos gastos), o déficit público increméntase de novo no ano 1995. O seu financiamento, esencialmente interno, contribúe ao aumento do xuro do diñeiro; o nivel das taxas atrae á súa vez os capitais flotantes. Porén, en comparación coa Arxentina pódese falar, como di F. Benaroya (1996), de “administración pragmática” da balanza de pagamentos e dos seus tres compoñentes: taxas de cambio, política comercial e control dos fluxos de capital. Cando a valoración é demasiado forte e as entradas de capitais perigosas, o Goberno non vacila en dirixir a flutuación nin en esterilizar as variacións de reservas nin, sobre todo, en instaurar e modificar de golpe a taxa sobre os movementos financeiros. E cando a balanza comercial se degrada de modo demasiado forte, reintrodúcense atrancos cuantitativos e tarifarios dirixidos aos cambios exteriores. Por último, cando a taxa de cambio efectiva real tende a depreciarse (principios do ano 1995), instáurase unha banda de flutuación na que se controla a variación. En resumo, o pragmatismo da política conxuntural e as entradas de capitais tratan de gañar tempo para realizar as reformas estruturais mentres se esforzan por conservar a confianza dos mercados.

Pero nunha economía mundial de mercados financeiros privados nada garante a compatibilidade instantánea entre as ofertas de capitais e as necesidades de financiamento das economías emerxentes nin cuantitativa nin cualitativamente. Sobre todo, os freos sociopolíticos e institucionais á ordenación real e financeira das eco-

nomías latinoamericanas, e en particular da economía brasileira, foron amplamente subestimados polo equipo de F.H. Cardoso. Igualmente, sería necesario que as entradas de capitais non provocasen unha perda de competitividade no sector dos bens intercambiáveis –unha das manifestacións do que se deu en chamar “síndrome holandés” (denomínanse “síndrome holandés” ou *Dutch Disease* as consecuencias dun crecemento brutal da riqueza sobre os prezos relativos e a balanza comercial dun país debido ao descubrimento de recursos naturais, da suba dos tipos do cambio ou, simplemente, ás entradas masivas de capitais)– que contribúen, pola contra, a modernizar o aparato produtivo e a acelerar o crecemento dos beneficios de produtividade. Tendo en conta o uso destas cantidades, non parece que sexa este o caso. Lembremos que a conxelación destas entradas masivas de capitais é sempre unha operación dificilmente defendible no longo prazo. En efecto, implica unha emisión crecente de títulos nos que o custo debido ao pagamento de xuros (á taxa interna) supera con moito o rendemento das reservas oficiais sobre o mercado internacional de capitais.

En definitiva, a acumulación de reservas tan só proporcionará unha seguridade relativa. A alza das primas de risco sobre os títulos emitidos nos mercados emerxentes que segue á difusión da crise asiática do ano 1997, e máis aínda da crise rusa do ano 1998, revela, por outra parte, a debilidade das marxes de manobra da política macroeconómica.

2.3. A INESTABILIDADE DOS ANOS NOVENTA: CRISE DA GLOBALIZACIÓN OU FRAXILIDADE ESTRUTURAL DO BRASIL?

A crise asiática, á que seguiu a crise rusa, provocou un reforzo das restricións externas que afectaron á totalidade dos mercados emerxentes: a “fuxida cara á calidade” pechaba o acceso aos mercados financeiros a todo o que non eran obrigas dos grandes países industriais. O Brasil, como outros países emerxentes, sufriu, xa que logo, os repetidos asaltos dos mercados poñendo a proba a firmeza dos dirixentes e a fraxilidade das estruturas. Os 70 mil millóns de dólares de reservas de cambio en stock nas vésperas da crise rusa non foron suficientes para frear a especulación de modo duradeiro. E durante o acoso, incluso a axuda financeira internacional –o FMI permitiu un crédito de preto de 42 mil millóns en tres anos para apoiar o real– revelouse insuficiente para conter o afundimento das paridades.

Había boas razóns para que o Brasil se vise afectado pola especulación. En efecto, como xustificar, senón, a amplitude e a duración da sobrevaloración real, ou a forte proporción da débeda no curto prazo en dólares, incluso tendo en conta o nivel das reservas? ou, aínda peor, a pobre xestión dun sector público no que as reformas tardan en chegar? Adiante as dolorosas decisións estruturais en beneficio das solucións “no curto prazo e oportunistas”, o contexto electoral non contribuíu a tranquilizar os operadores. En resumo, diversos países poden invocar a globalización e os fenómenos de contaxio miméticos dunha economía financeira internacional “de casino”, pero a crise brasileira explícase esencialmente polo deterioro das

variables fundamentais; un deterioro que os mercados non poden ignorar durante moito tempo. Retomando a tipoloxía en vigor é, pois, unha crise “de primeira xeración” (cadro 1).

Cadro 1.- Crises de pagamento e globalización financeira

<p>CRISES DETERMINISTAS, CRISES CONTINXENTES</p> <p>Un artigo de Flood e Marion (1998) opón dúas xeracións de modelos de crise especulativa:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Os modelos de primeira xeración, resultado das contribucións pioneiras de Krugman (1979) e de Flood e Garber (1984), analizan as crises de pagamento como a sanción previsible dunha política orzamentaria “laxa”, incompatible co mantemento dun réxime de cambio fixo cando o acceso ás reservas internacionais é limitado. O modelo estendese aos casos nos que os gobernos manteñen unha política de esterilización das perdas das reservas (Flood, Garber e Kramer, 1996) ou ás situacións nas que se esforzan por defender zonas libres definidas por unha banda de fluuación arredor dunha taxa central reaxustable (Krugman, 1991; Krugman e Rotemberg, 1992) ou, por último, ás situacións nas que intentan retardar a crise cunha política de taxas de xuro moi elevadas (Lahiri e Végh, 1997). Estes mecanismos ás veces permiten retardar a crise, raramente evítala, pero soen controlar un pouco mellor o seu desenvolvemento. • Os modelos de segunda xeración (ver, por exemplo, Obstfeld, 1994 e 1995) introducen un comportamento estratéxico do Goberno: este pode reaccionar ás decisións privadas ou arbitrar entre a política de cambio e outros obxectivos. A diferenza dos modelos precedentes, son posibles “equilibrios múltiples”: as crises vólvense continxentes. Cando os axentes privados esperan e anticipan que un ataque especulativo o suficientemente poderoso pode impoñerlle ao Goberno o abandono dunha política de defensa das paridades compatibles cos determinantes fundamentais, a economía pasa a un “equilibrio de ataque”. Modificando eses determinantes fundamentais validase <i>ex-post</i> a desvalorización ou o abandono do réxime de cambio fixo que anticipaban os especuladores. Os modelos recentes caracterizan o comportamento das autoridades por unha arbitrase entre a aceptación dunha regra en situación “normal” e a posta en marcha dunha cláusula de salvagarda cando o custo de mantemento da regra se volve moi elevado (fronte a un ataque ou fronte a calquera outra perturbación desfavorable). En resumo, os bos fundamentos –cando menos tal e como son definidos tradicionalmente– constitúen unha condición necesaria pero non suficiente para evitar as crises especulativas provocadas polas profecías que se autocumplen. <p>Para diversos autores, a análise das crises monetarias e financeiras que se produciron recentemente nas economías emerxentes adáptase a estes modelos, sen exculpar totalmente ás políticas públicas e á credibilidade do estado, é ante todo á “globalización financeira” á que Dornbusch (1998, 1999a), Sachs e Radelet (1998), Chang (1999), e Calvo e Mendoza (2000) atribúen a responsabilidade.</p> <p>“VELLAS CRISES, NOVAS CRISES”</p> <p>As “vellas crises” sancionaban o que se deu en chamar “erros de política macroeconómica”. É a estrutura da situación financeira consolidada do país, e máis exactamente o tipo de rexistro contable dos elementos do activo e do pasivo e a heteroxeneidade da súa denominación en divisas, o que permite comprender por que se producen as “novas crises”. En efecto, estas crises teñen lugar cando existe un forte desequilibrio entre un pasivo no curto prazo en moeda estranxeira (“fortes”) e unha contrapartida composta de activos no medio e no longo prazo en moeda nacional. Non se trata só dunha condición necesaria: é preciso, ademais, un detonador para que a crise teña lugar; é dicir, un feito que con razón ou sen ela revele ese desequilibrio nos mercados financeiros. Unha vez desencadeada, esta crise é “moi explosiva”, provocando o afundimento non só da moeda senón tamén do sistema financeiro nacional e das finanzas públicas. Sen dúbida ningunha, o estado non é inocente: a desregulación e a liberalización son dúas eleccións explícitas de política pública e a administración garante diversas operacións imprudentes (Sachs, Tornell e Velasco, 1996). Pero unha vez que se estableceron as novas regras de xogo, os actores dos mercados financeiros son esencialmente privados. Cal será entón o seu comportamento?</p> <p>Nun modelo de desequilibrios múltiples que trata de dar conta da crise mexicana, Calvo e Mendoza (1996) móstrannos que a “globalización financeira” incita aos investidores a diversificar a súa carteira. É posto que o incentivo para informarse decrece co número de mercados emerxentes, os investidores vólvense moi sensibles ao menor signo desfavorable... No caso de México, a responsabilidade da política macroeconómica no desencadeamento da crise non pode ser eludida. Pola contra, a crise asiática é ante todo unha crise de pagamento provocada por un afundimento bancario (Sachs e Radelet, 1998). Os orzamentos eran a miúdo excedentarios e a inflación feble, pero os bancos estaban moi endebedados co exterior e subcapitalizados. A supervisión era con frecuencia reducida e a liberalización externa suprimira a maior parte dos controis de capitais.</p> <p>A cuestión da relación entre crise de pagamento e crise financeira remítenos aos recentes traballos de Kaminsky e Reinhart (1999). Analizando o desenvolvemento de 76 crises de cambio e de 26 crises bancarias, estes autores confirman a interacción recente destes dous tipos de crise. Ata finais dos anos setenta, o marco dos mercados financeiros e os controis de capitais son suficientes para impedir estes efectos do arrastre. A liberalización e a desregulación dos anos oitenta e noventa multiplican as “crises xemelgas” con efectos considerablemente máis devastadores que aquelas crises consideradas illadamente. A pesar de todo, o deterioro das variables fundamentais impide caracterizar estas crises como puros mecanismos de anticipación que se autocumplen en todos os casos observados.</p>
--

Desde o mes de agosto de 1998 ata a desvalorización do 12 de xaneiro de 1999, as reservas do Banco Central sofren unha caída dunha trintena de miles de millóns de dólares. A suba das taxas de xuro real domésticas non puideron frear a fuxida dos capitais; esta, pola contra, aumenta a débeda interna privada e pública, alimentando á súa vez a especulación. O Goberno ampliou, sen dúbida, as marxes de fluctuación do real, pero isto non reduciu suficientemente a presión especulativa. As autoridades deciden, pois, abandonar a política de ancoraxe cambiaria, tendo como consecuencia unha fase de sobreaxuste da taxa de cambio no contexto dunha gran volatilidade, debido a que se a crise foi suficientemente anticipada, o nivel de equilibrio da taxa de cambio manterase transitoriamente indeterminado. É necesario esperar tres meses para que no mes de marzo a paridade se estableza arredor de 1,7 real por dólar. Esta estabilización é debida á urxente adopción de medidas orzamentarias –retardadas demasiado tempo– e a unha política monetaria drástica. Pero, sobre todo, debe moito ao desembolso do FMI dunha nova liña de crédito asociada a un novo acordo. Este acordo prevé un reequilibrio da balanza das operacións correntes a custa dunha brusca recesión (da orde do 3,8% para o ano 1999) e dun rexurdimento da inflación (un 16,8%).

2.4. UN REGRESO RECORRENTE ÁS ARCAS DO FMI

Se as críticas das que foron obxecto os programas do FMI nas economías emerxentes están amplamente fundadas (Stiglitz, 2002), numerosos compromisos no medio prazo subscritos polo Brasil no marco dos ditos programas tras a crise dos anos 1998-1999 presentan todos os signos da sensatez. Citemos, de entre eles, os seguintes:

- 1) O rexeitamento dun réxime de cambio fixo (confirmación do fracaso da política de fixación anterior).
- 2) A prosecución do pagamento do servizo da débeda, decisión coherente cun proxecto que volve as costas a toda perspectiva de ruptura co proceso de mundialización.
- 3) A redución progresiva das taxas de xuro nominal, capaz de facer máis crible o perfil da débeda interna, de incitar o retorno dos investimentos e de estimular á súa vez un crecemento que contribúa igualmente a restaurar as ratios de solvencia interna e externa.

As alternativas a este plan eran, por outra parte, limitadas. Trataríase de adoptar outra política de cambio e, en particular, un réxime de *currency board* á maneira arxentina? Nun país onde os compromisos políticos son moi inestables e as promesas rara vez cumpridas (¡ningún programa macroeconómico negociado co FMI para o Brasil se levou a termo!), un sistema deste tipo pode parecer atractivo e xusti-

ficado por aqueles que o apoian debido á disciplina que lle impón á política económica. A desastrosa experiencia arxentina mostra, así e todo, os límites do voluntarismo, posto que as rixideces internacionais impiden as adaptacións da política económica ás perturbacións esóxenas e aos desequilibrios non reversibles que xeran.

Trataríase de consolidar as débedas interna e externa? Á marxe das solucións dos mercados, esta consolidación non pode vir máis que dunha longa negociación cos acredores e co FMI, ou debe ser imposta como consecuencia dunha moratoria. O Plan Collor (Zantman, 1990), que en pouco se diferencia dunha moratoria, contribuíu a diminuír fortemente a débeda interna, pero pagando o prezo dunha desorganización total do sistema produtivo e financeiro (no cal a carteira de títulos da débeda pública constituía a tesourería). Unha estratexia espoliadora, solución de ruptura cos acredores internos ou externos, era ademais contraditoria con toda a política seguida por F.H. Cardoso. En canto á consolidación negociada, non estaba na orde do día do FMI.

A decisión tomada era, xa que logo, a que tiña menores implicacións no longo prazo. A realización dos compromisos subscritos aprazouse en boa medida desde os primeiros signos de calma.

Finalmente, o custo do reaxuste é limitado: non só o PIB do ano 1999 non proseguiu a caída iniciada no ano 1998, senón que se estabiliza (+0,7%) antes de volver a recuperarse co impulso do ano 2000 (4,4%, mellor, polo tanto, que os 3,8% previstos). En canto á inflación, non supera o 8,4%, volvendo a caer ao 5,3% no ano 2000, por baixo do 6,5% do programa negociado. O mantemento, tras a suba do PIB, debería facilitar o control da débeda neta do sector público. Agora ben, se a desviación entre a realización e o obxectivo perseguido é reducida, no ano 2000 (49,3% do PIB fronte ao 46,5%) vaise acrecentar durante os semestres seguintes debido á recesión e á lentitude das reformas orzamentarias (a ratio débeda/PIB alcanza o 53,5% no ano 2001 fronte ao 44,3% previsto, a taxa de crecemento do PIB non supera o 1,7% fronte ao 4,8% no programa negociado co FMI). Esta situación alimenta durante un tempo a confianza dos mercados aumentando severamente os riscos de contaxio da crise arxentina (durante o segundo semestre do ano 2001), ata que o FMI concede unha liña de crédito complementario de 15 mil millóns de dólares no mes de setembro. Despois de ter perdido o 37% do seu valor durante os dez primeiros meses do ano, o real vai recuperar o 16% durante os dous meses seguintes.

A resolución destas crises, permite terminar coa sobreestimación polos mercados do “risco Brasil”, sobreestimación que se esvaece con cada intervención do Fondo? Non se pode, sen dúbida ningunha, emitir un xuízo sobre a calidade dos determinantes fundamentais sen ter en conta o estatuto económico e estratéxico do Brasil para os Estados Unidos e moito máis para os mercados financeiros. Pero, como demostrou a solución da crise de 1998-1999, a axuda masiva adiou o axuste nalgúns meses, pero non evitou o desencadeamento da crise.

En resumo, a simple observación das variables fundamentais non podería esgotar a análise da situación brasileira. Como para moitas economías emerxentes, as ratios de endebedamento brasileiras non difiren, por outra parte, daquelas das economías desenvolvidas: poden incluso parecer febles considerando o potencial de apertura e de crecemento de Brasil. Os indicadores macroeconómicos internos non constitúen máis que un dos elementos de evolución ao lado das variables xeopolíticas e dos indicadores económicos relativos ao desenvolvemento internacional. No caso brasileiro, a vitoria electoral (como, lembremos, cando a crise rusa do ano 1998) é de novo a que converteu a mestura nun detonante, do mesmo modo que a consulta do último trimestre do ano 2002 constitúe un envite político de primeira orde ao reagrupar eleccións federais (presidencial, lexislativa e senatorial) e rexionais (gobernadores e deputados dos estados federados). E, como mostra a estreita correlación entre o afundimento das taxas de cambio, a suba das primas de risco sobre os títulos públicos (o “risco Brasil”) e a forte progresión da oposición de esquerdas cara a finais do segundo trimestre do ano 2002, será a publicación das primeiras sondaxes electorais a que funcionou como detonante. A partir do mes de maio, o real desvalorizouse entre un 7 e un 8% por mes, pasando de 2,32 a 3,11 reais por dólar desde abril ata agosto do ano 2002.

Para conxurar o “espectro arxentino” dunha bancarrota xeneralizada chegando a un incumprimento dos pagamentos, o FMI interveu de novo concedendo un financiamento de 30 mil millóns de dólares a 15 meses, dos cales 6 mil millóns son para o ano 2002. O desenlace da carreira electoral e o programa proposto polo novo Goberno calmaron rapidamente os mercados. No Brasil, a alternancia política non significa forzosamente a alternancia económica: a escena política brasileira demostrou despois de moito tempo a capacidade dos seus actores para contraer os compromisos máis inesperados.

Porén, en xaneiro do ano 2003 as causas estruturais dos desequilibrios macroeconómicos seguen estando no primeiro plano das preocupacións do Goberno e de modo moi destacado a situación das contas públicas.

2.5. A DETERIORACIÓN DAS CONTAS PÚBLICAS

O comezo do Plan real marca, xa que logo, unha ruptura na evolución do saldo consolidado das contas do sector público (Goberno e Banco Central, estados e concellos, empresas públicas). Desde o ano 1990 ata o ano 1994 o saldo orzamentario primario (exceptuando as cargas de xuros sobre a débeda interna e externa) rexistra un importante excedente. No ano 1995 redúcese a unha cantidade congruente. O claro éxito rexistrado na fronte da inflación contribúe amplamente a iso: xa non lle permite ao sector público controlar os seus gastos reais atrasando os seus pagamentos cando a inflación se acelera. O ano 1995 coñece, ademais, un crecemento significativo dos gastos: en xaneiro concedeuse unha suba do 22% dos salarios do sector público sobre a base da suba dos prezos anteriores, cando a taxa de inflación anual

cae do 92,9% no ano 1994 ata o 22% no ano seguinte; en maio, o aumento do salario mínimo nun 43% repercute sobre as xubilacións dos sectores público e privado, acentuando o déficit da previsión social¹.

Os factores que imos mencionar son principalmente conxunturais. Pero cómpre considerar que as contas do sector público son igualmente socavadas por factores estruturais (Sand e Trotignon, 2002), a miúdo idénticos a aqueles denunciados nos países máis desenvolvidos, como é o caso do desequilibrio “cotizacións/prestacións” do sistema de previsión social. Tamén son estruturais as causas de degradación do saldo operacional (suma do saldo primario e dos xuros da débeda, corrixis polos a inflación) ligados ao federalismo: esixen profundas reformas que afectan á redefinición das relacións orzamentarias entre os estados federados e a Administración central. En ambos os dous casos, constataremos que se debe afondar nas reformas iniciadas nos últimos anos da década dos anos noventa, de modo que garantan un equilibrio duradeiro das finanzas públicas, incluso se explican en parte o excedente primario do sector público liberado a partir do ano 1999.

Pero, durante os anos que preceden aos dos mandatos de F.H. Cardoso, a principal causa do déficit do saldo público operacional segue sendo o peso crecente dos xuros da débeda pública. O servizo dos xuros da débeda é case equivalente ao déficit operacional do período 1995-1998 e é amplamente superior en valor absoluto no período 1999-2001. O servizo da débeda interna constitúe claramente a maior parte. O seu aumento deriva do mantemento xa mencionado das altas taxas de xuro, práctica que o Goberno xustifica en nome da estabilización dos prezos e das taxas de cambio. Co rexurdimento do déficit primario no período 1995-1997, a suba das cargas financeiras vai inducir unha dinámica de aumento da débeda interna cunha madurez moi curta. Para vencer este déficit e tranquilizar os mercados, o Goberno Cardoso acelera entón a suba das deducións fiscais (do 26% ata o 35% do PIB): este esforzo, ademais de mal distribuído (a costa do sistema produtivo e da multiplicación das exencións legais que constitúen fontes de evasión fiscal), será mal utilizado porque se dedicará fundamentalmente ao pagamento da débeda, non supoñendo ningunha mellora dos servizos públicos nin do financiamento das infraestruturas.

É neste contexto económico no que se desenvolve a batalla electoral do ano 2002. Será igualmente neste contexto no que o Banco Mundial elaborará un estudo moi completo sobre as fortalezas e as debilidades socioeconómicas de Brasil (The World Bank, 2003). Este traballo realizouse, en efecto, ao longo do ano 2002 no contexto das turbulencias causadas pola ralentización da conxuntura mundial, pola crise arxentina e sobre todo pola desconfianza crecente dos mercados financeiros domésticos e internacionais fronte á suba dos candidatos de esquerdas e socialistas nas sondaxes electorais. A constatación da existencia dunha extrema vulnerabilidade

¹ A Constitución do ano 1988 estipula que ningunha pensión poderá ser inferior ao salario mínimo. Agora ben, preto do 70% dos beneficiarios do réxime xeral non reciben máis ca o salario mínimo.

de da economía brasileira fronte ás perturbacións económicas e políticas orienta, xa que logo, este estudo que privilexia as medidas que apuntan á estabilización e ao restablecemento da confianza en contraste coas políticas estruturais máis favorables ao crecemento e á redistribución. Na medida en que as conclusións deste estudo, que retoman no esencial un argumento desenvolvido durante as negociacións entre o FMI e o Brasil, parecen ter guiado a política económica do Goberno brasileiro e do seu Banco Central, é útil lembrar aquí os principais puntos antes de propoñer un balance dos primeiros semestres do “Goberno Lula”.

3. AS CONDICIÓNS MACROECONÓMICAS DO CRECIMENTO ECONÓMICO BRASILEIRO

O informe non está na súa totalidade dedicado prioritariamente á estabilización macroeconómica. O documento, en efecto, titúlase *Brazil: Equitable, Competitive, Sustainable, Contribution for Debate* e nel establécese, en primeiro lugar, un diagnóstico completo dos problemas estruturais económicos e sociais do Brasil. Nel desenvólvense cinco grandes temas:

- Investir na poboación (educación, sanidade...).
- Mellorar a produtividade para estimular o crecemento, aumentar a competitividade e reducir a dependencia financeira externa.
- Estabilizar a economía, poñendo de modo prioritario o esforzo no orzamento. Un excedente (aforrando, porén, os investimentos nas infraestruturas) facilitará a entrada en escena dun círculo virtuoso cunha redución das taxas de xuro, unha diminución da débeda interna e da débeda externa, unha baixada do efecto de evicción e, polo tanto, unha canalización do aforro cara ao investimento produtivo e, por último, unha diminución das tensións inflacionistas.
- Unha mellora dos servizos públicos grazas a unha mellor transparencia da súa produción e da súa distribución.
- Por último, unha mellor xestión dos recursos naturais evitando a dilapidación da contorna.

Porén, sinala como prioridade o fortalecemento das capacidades e da credibilidade da política conxuntural e de aí as reformas respecto das institucións públicas (política orzamentaria, sistema fiscal, previsión social...) sobre a base da consigna “*short term credibility and long terme social goals are mutually dependant*”. En resumo, se numerosas reformas teñen como horizonte o medio prazo, a estabilización no curto prazo constitúe unha condición previa incuestionable. Tras dúas décadas, a conxuntura caracterízase, en efecto, pola sucesión de “*stop and go*”; é dicir, por un crecemento que se enfronta regularmente ás limitacións de financiamento do orzamento e da balanza das operacións correntes. E nos anos oitenta e noven-

ta estas limitacións aumentan en razón da dinámica acumulativa da débeda (o crecemento das débedas –pública e externa– provoca un aumento das primas de riscos e, polo tanto, das taxas de xuro; esta suba aumenta á súa vez o peso das cargas e incrementa as necesidades de financiamento) engadíndose as necesidades lexítimas de financiamento provocadas polo crecemento.

3.1. LOITAR CONTRA A VOLATILIDADE DA INFLACIÓN E DAS TAXAS DE CAMBIO

Para xustificar esta prioridade, o informe insiste, en primeiro lugar, sobre os efectos desfavorables no longo prazo da volatilidade da inflación, das taxas de cambio e, en xeral, do valor dos activos. Esta volatilidade está fortemente asociada coas cargas dos gastos públicos e provoca unha elevación das primas de risco (*spreads*), cuxa consecuencia é unha caída do investimento e do ritmo económico e un crecemento das desigualdades e da pobreza. O aumento do excedente orzamentario primario –principal variable que pode controlar o Goberno– garante a “sostibilidade” do crecemento económico fronte á incerteza e no caso de perturbacións esóxenas desfavorables. A diferenza das taxas de xuro no curto prazo –que responden á política monetaria–, as taxas de xuro no longo prazo, que desempeñan un papel fundamental nos comportamentos de investimento, dependen estreitamente da solvencia do sector público, o que significa que as taxas de xuro son sensibles ao tamaño e á composición da débeda pública. As principais variables que afectan á dinámica da débeda pública son o equilibrio primario, o crecemento económico, as taxas de xuro e as taxas de cambio. Por desgraza, as taxas de xuro, as taxas de cambio e tamén o crecemento económico están suxeitos a unha multitude de perturbacións imprevisibles. A incerteza provén igualmente do feito de que os axentes teñen unha información imperfecta sobre a capacidade e/ou a vontade dos debedores soberanos de pagar as cargas da débeda. O saldo primario constitúe *in fine* a única variable de política macroeconómica controlable que lles indica sen ambigüidades aos debedores que cobrarán o debido: o fortalecemento da credibilidade do Goberno descansa esencialmente sobre a política orzamentaria.

3.2. LIBERAR OS EXCEDENTES PRIMARIOS MÁIS IMPORTANTES E FLEXIBILIZAR OS GASTOS PÚBLICOS

Como asegurarse de que o Goberno será capaz de liberar os excedentes orzamentarios primarios? Como os ingresos son función dunha taxa de crecemento económico aleatoria, da incitación ao fraude provocada por unha administración incompetente ou corrupta, ou simplemente polo elevado nivel das taxas de desconto (curva de Laffer), a capacidade do reaxuste orzamentario repousa sobre os ingresos. De aí o precepto segundo o cal a estrutura dos gastos tamén debe ser flexible e a estrutura dos descontos tamén debería ser o máis transparente posible.

Cales son as fontes das rixideces dos gastos públicos?

- Os salarios e as pensións dos funcionarios (a rixidez será proporcional ao grao de protección do emprego do persoal do Estado, ou ao grao de indexación dos salarios e pensións).
- Os gastos sociais.
- As transferencias destinadas a instancias rexionais e locais (estados federados, municipalidades).

Por iso, o informe constata que no Brasil á parte dos gastos ríxidos de funcionamento tivo unha tendencia a aumentar fortemente a costa dos gastos de investimento.

3.3. DIMINUÍR O CUSTO DA DÉBEDA

Estes gastos non son os únicos responsables dos déficits públicos e do crecemento da débeda: o custo da débeda participa máis que calquera outro factor nesta dinámica explosiva. As principais causas desta dinámica son o curto período de madurez da débeda, a indexación da débeda sobre as taxas monetarias (o *overnight* ou *selic*), a definición da débeda en divisas estranxeiras ou a súa indexación parcial ou total sobre a taxa de cambio. Os problemas da débeda brasileira residen xustamente no curto período de madurez dos seus préstamos e na importante parte desta débeda que está indexada en función das taxas de xuro e da taxa de cambio (supoñamos o 80%, o 20% restante está indexado sobre a taxa de cambio, sexa a porcentaxe en mans de acredores estranxeiros).

3.3. AUMENTAR A CREDIBILIDADE DO BANCO CENTRAL E REDUCIR AS TAXAS DE XURO PARA MELLORAR O FINANCIAMENTO DA ECONOMÍA

A indexación é un substituto da credibilidade: vese, deste modo, todo o interese que ten a acumulación dunha boa reputación para o Goberno brasileiro. O abandono da indexación permitiralle ao Goberno aumentar a súa marxe de manobra en materia de política monetaria: o peso do axuste non caerá só sobre a política orzamentaria. A explicación dos elevados niveis das taxas de xuro, que é sinxela no caso das taxas no curto prazo, é máis complicada para as taxas no medio e no longo prazo.

Para o nivel das taxas de xuro no curto prazo, a política que segue o Banco Central tras a crise dos anos 1998-1999 é unha política que ten como obxectivo reducir a inflación (*inflation targeting*). Agás unhas expectativas optimistas relativas á capacidade do país para controlar a inflación, os *spreads* son altos, e o período de

madureza da débeda é curto. Este feito explica a prioridade dada polas autoridades brasileiras á loita contra a inflación, incluso ao prezo dunhas elevadas taxas de xuro no curto prazo. A vontade dos gobernos para convencer a sociedade civil do interese de ir cara a unha independencia do Banco Central responde á mesma lóxica (a de gañar unha credibilidade que permita diminuír as taxas de xuro) e explica igualmente os esforzos orzamentarios (unha política monetaria restritiva tan só é posible se se acompaña dun excedente primario que permita facer fronte aos cambios da débeda).

A política monetaria non explica, porén, o nivel das taxas de retorno do financiamento a máis longo prazo. Estas taxas no longo prazo (de un a dous anos) sitúanse en niveis netamente máis elevados ca as taxas no curto prazo (no ano 2001 as taxas nominais no curto prazo situábanse en torno a un 18% mentres que as taxas no longo prazo estaban preto do 48% para os préstamos ás empresas e do 78% para os préstamos persoais: parece claro que con taxas de inflación da orde do 8% estes niveis non son soportables). Estas diferenzas explícanse polas taxas de imposición sobre o sistema financeiro, o alto nivel dos coeficientes de reservas (que levan ao sector público a pedir préstamos sobre todo no exterior, aumentando así a vulnerabilidade do exterior), o feble resultado dos bancos públicos, o custo dos préstamos non correntes, e, por último, a forte concentración do sistema financeiro brasileiro e, en consecuencia, a feble competencia non contribúen á redución das taxas no longo prazo. O resultado destes custos de financiamento tan elevados e da escasa eficiencia do sector bancario é a feble contribución deste ao financiamento da economía. É, polo tanto, sobre os factores que presionan á alza onde cómpre actuar se se quere mellorar a contribución do sistema financeiro ao crecemento.

3.5. A SOSTIBILIDADE EXTERNA DO CRECEMENTO ECONÓMICO

Como sucede con numerosas economías emerxentes, o crecemento económico brasileiro enfróntase ás limitacións externas, restricións reforzadas pola necesidade de atender a carga da débeda externa. Para reducir a carga externa, a economía debe apoiarse sobre dous elementos: a) os financiamentos externos no longo prazo e, entre eles, sobre todo os investimentos directos; e b) os excedentes comerciais.

No terreo comercial, o Brasil aínda segue sendo unha economía relativamente pechada (a ratio Exportacións+Importacións sobre o PIB representaba preto do 35% no ano 2003). A apertura das exportacións e das importacións é un dos obxectivos máis persistentes dos gobernos brasileiros desde o ano 1990. Porén, a evolución desfavorable dos prezos das materias primas anulou en parte os esforzos dos exportadores brasileiros. O afundimento do Mercosur tras a crise arxentina constitúe uno dos retos que debe afrontar o Brasil, ademais das reticencias dos países desenvolvidos a abrir o seu mercado e do vigor da competencia chinesa no conxunto

dos sectores industriais. Os factores que poden favorecer o fortalecemento das exportacións non tradicionais –as exportacións tradicionais e en particular as exportacións agrícolas coñecen unha forte expansión– son de feito os mesmos que aumentan as potencialidades de desenvolvemento económico do sector manufactureiro: unha política fiscal favorable ao investimento e á innovación, unha política que elimine as distorsións ás importacións (diminuíndo a incitación a aumentar as ganancias de produtividade e a competitividade), unha reforma administrativa, unha política de infraestruturas, unha mellora do funcionamento do mercado financeiro...

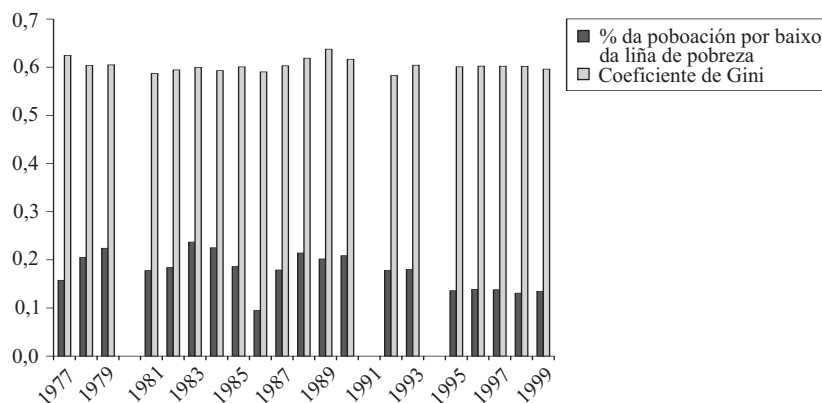
Os investimentos directos contribúen directa e indirectamente a diminuír a vulnerabilidade externa. Directamente, reforzando o sector manufactureiro –e en particular o sector exportador– e indirectamente reequilibrando a balanza global. Porén, cómpre subliñar que a maior parte dos investimentos directos dos últimos anos, a miúdo ligados ás privatizacións dos servizos públicos, non estiveron orientados cara ao sector exportador, nin sequera ao sector manufactureiro, senón que foron canalizados cara aos servizos. E cando se orientan ao sector manufactureiro interveñen ante todo nos sectores de bens de consumo e de bens de equipo do fogar con destino ao mercado interior máis que nos bens destinados ás exportacións. Por último, a dinámica destes investimentos directos parece esgotarse. A consolidación da balanza comercial pasa, xa que logo, pola consolidación da industria e, en calquera caso, dos sectores exportadores.

Este diagnóstico non é verdadeiramente revolucionario e a análise da Administración precedente de Fernando Henrique Cardoso foi próxima á proposta polo Banco Mundial. Pero hai que constatar que o mantemento dos fortes desequilibrios internos e externos revela que non se conseguiron as reformas necesarias.

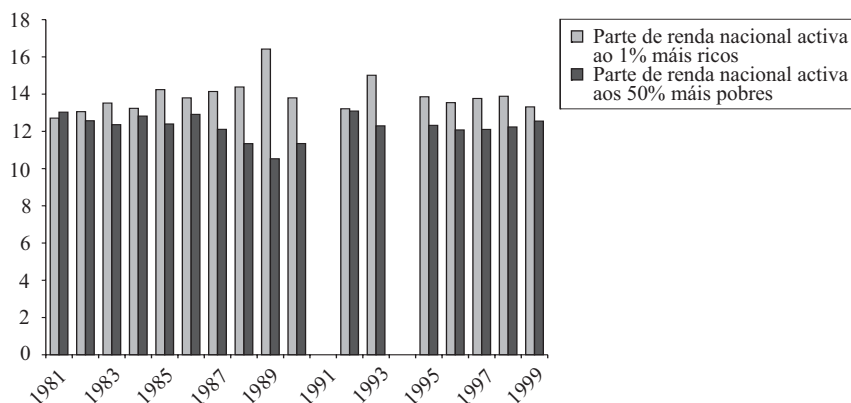
Na medida en que o novo Goberno está, polo seu pasado político, aínda máis afastado das solucións propostas polo Banco Mundial do que o estaba F.H. Cardoso, poderíase ter esperar do novo equipo governamental a busca dunha proposta orixinal. A observación da política tende, pola contra, a mostrar unha plena e enteira adhesión a esta análise e a busca de solucións conformes aos principios que acabamos de mencionar.

4. PRIORIDADES, OBXECTIVOS E PRIMEIRAS MEDIDAS DO GOBERNO LULA

O novo presidente e o seu partido simbolizan a necesidade de realizar reformas estruturais que tenden a corrixir as grandes inxustizas da sociedade brasileira (gráficas 3 e 4): desigualdade récord no reparto das rendas e das riquezas, desigualdades rexionais que opoñen unha rexión nordeste, semellante ao terceiro mundo, e unha rexión sur/sueste próxima aos estándares de vida europea, nivel elevado de pobreza absoluta rural e urbana, sistema de ensinanza e de sanidade pública en rápido deterioro. O contexto político e económico impoñeralle, a pesar de todo, outras prioridades.

Gráfica 3.- Índices de pobreza e de reparto

FONTE: IPEA.

Gráfica 4.- Desigualdades de renda (1981-1999)

FONTE: IPEA.

No momento da entrada en funcións de Lula, a situación era moi incerta, tendo nun primeiro plano unha carga da débeda pública que representaba o 8% do PIB². Esta carga era moi sensible á incerteza –en particular a incerteza electoral de finais do ano 2002– que provocaba unha desvalorización cambiaria e unha suba das taxas de xuro encarecendo aínda máis a carga da débeda. Isto explica a estratexia do candidato Lula que buscou moi rapidamente o apoio do sector privado e que propuxo cara ao final da súa campaña a “*Carta ao povo brasileiro*”, empeñado en manter a

² Os xuros da débeda pagados no ano 2003 representaron 4,9 veces os gastos de sanidade, 6,8 veces os do Ministerio de Educación, 31,5 veces os do Ministerio de Transportes... e ¡81 veces o orzamento do programa de loita contra a fame “Fome Zero”! (Teixeira e Teixeira, 2004).

calquera prezo a estabilidade económica, o respecto dos acordos e das reformas institucionais relativas ao “federalismo fiscal” (para responsabilizar aos poderes locais que se apoiaban ata ese momento sobre as finanzas federais) e a independencia do Banco Central. Unha vez elixido, esta estratexia será, por outra parte, confirmada polo recurso aos altos funcionarios económicos moi comprometidos na acción da Administración precedente, e o nomeamento á fronte do Banco Central de Henrique Meirelles, home político de dereitas e dirixente do Bank of Boston. As primeiras medidas non deixaron dúbidas sobre a orientación do novo Goberno.

4.1. UNHA PRIORIDADE: A RESTAURACIÓN DA CONFIANZA DOS MERCADOS FINANCEIROS

O novo equipo deu mostras dunha extrema prudencia en materia de política orzamentaria e monetaria durante o primeiro semestre do ano 2003, anunciando de entrada a súa vontade de conseguir un importante excedente primario (un obxectivo do 4,25% do PIB foi fixado en febreiro do ano 2004 co FMI) e de loitar contra a inflación a calquera prezo. Promesas cumpridas: os resultados deixaron atrás as intencións. Nun ano o excedente primario do sector público non financeiro alcanzaba no mes de xullo o 4,4% do PIB, ¡é dicir, máis que no ano 2000 e que no ano 2001! A política monetaria pasou a ser fortemente recesiva. A principios de ano, o novo presidente do Banco Central sinalou o seu obxectivo de taxa de base (“taxa Selic” de pagamento de préstamos no día a día do Banco Central) do 25% ao 25,5%, despois o 26,5% por ano, proseguindo a ascensión iniciada en outubro do ano 2002 do 18%. A pesar das múltiples reclamacións –incluída a do vicepresidente da Federación– contra o fortalecemento monetario –que no mes de maio e sobre a base dunha inflación prevista do 8,5% nun ano situaba á taxa real nun 16,6%–, o Banco Central mantivo a súa taxa ata o mes de xuño, data na que se produciu unha diminución. Apostando forte, o Banco Central demostrou a súa vontade de reconducir a inflación cara ao seu obxectivo. Foi o suficientemente crible para conseguir orientar as expectativas dos axentes cara ao obxectivo de inflación anunciado polas autoridades e evitar as tendencias inflacionistas que poderían subsistir máis alá dos puros efectos do cambio³.

A actividade e o mercado de traballo foron afectados polo rigor monetario e orzamentario: o crecemento foi lixeiramente negativo no ano 2003. As exportacións estabilizáronse nun contexto moi próximo ao estancamento das economías do G3 e de apreciación real da moeda doméstica degradando a competitividade en prezo das empresas.

³ Segundo o IPEA, a suba particularmente sostida das taxas de xuro xustifícase igualmente polo feito de que os créditos non representan máis ca o 25% do PIB. Só amplos movementos de taxas de xuros poden ter un impacto sobre a actividade e, polo tanto, sobre os prezos. Esta advertencia é verdadeira tanto para a suba como para a baixa.

4.2. UNHA NECESIDAD DE FINANCIAMENTO EXTERNO QUE ESTÁ MELLORANDO

A recuperación das contas externas, resultado da cura de austeridade imposta á economía brasileira combinada co préstamo de 30 miles de millóns de \$ do FMI, permitiu finalizar o ano 2003 sen novas tensións sobre os mercados financeiros. O saldo comercial –deficitario desde o ano 1995 ata o ano 1998 e equilibrado ata o ano 2001– alcanzou os 25 mil millóns de US\$ no ano 2003, superando os 15 mil millóns de dólares de xuño do ano 2004. Este excedente compensou amplamente o déficit da balanza dos servizos e das transferencias unilaterais: o saldo das transaccións correntes elevouse ao 0,8% do PIB. A cobertura das necesidades de financiamento conseguiuuse. Sen dúbida ningunha, os mercados emerxentes son vítimas do “regreso á calidade” dos investidores internacionais, cunha diminución das entradas de capitais despois do ano 2001 que afecta particularmente aos investimentos directos. Pero a diminución destas últimas estivo compensada pola recuperación dos investimentos de carteira. Se se engaden os financiamentos do FMI, e naturalmente os financiamentos bancarios, o Brasil pechou as súas contas en condicións favorables no ano 2003 e beneficiase de condicións aínda máis favorables para o ano 2004. É verdade que actualmente o país coñece o favor dos mercados, o que non é sorprendente á vista do diferencial de interese cos mercados norteamericanos e da zona euro, e a ortodoxia mostrada polo novo equipo. Case non fai falta nada máis para explicar a redución do risco que a mediados do ano 2003, segundo o índice JP Morgan, aínda estaba a niveis da orde dos 2400 puntos –superados unicamente pola Arxentina e por Nixeria– volveu caer a niveis inferiores aos 600 puntos un ano despois. Porén, a facilidade dos prestameiros brasileiros (exclusivamente de establecementos bancarios) non debe facernos albergar ilusións: aínda se discute moito sobre as captacións especulativas atraídas polo nivel dos xuros da débeda pública.

4.3. REFORMAS ESTRUTURAIS E POLÍTICA DE DESENVOLVEMENTO: AS PRIMEIRAS MEDIDAS

A política monetaria e fiscal así como a actual recesión confunden neste momento aos electores que teñen a impresión de que “canto máis cambio, máis segue a ser a mesma cousa”. Tamén se promete unha inflexión dos resultados: 1) das reformas estruturais comprometidas; 2) das políticas industriais que apuntan á redución da dependencia do desenvolvemento respecto ás restricións externas e do crecemento económico; 3) da loita na fronte das barreiras comerciais; 4) das políticas destinadas aos máis desfavorecidos (Rifflart, Sand-Zantman e Rosinger, 2003):

- 2) As reformas estruturais comprometéronse sobre catro fronteas: dúas delas refírense ás contas públicas, á reforma da seguridade social e ao código fiscal; as

outras dúas son institucionais e afectan á independencia do Banco Central e a un novo código de quebra.

- a) *A reforma da seguridade social* é adquirida. Apunta esencialmente ao réxime de xubilación dos funcionarios públicos, que é moi deficitario, e prevé unha redución dos beneficios e unha ampliación da duración do traballo. Os beneficios son difíciles de calcular: a imprecisión habitual dos cálculos no longo prazo acompáñase da ausencia de estudos serios tanto por parte do Goberno como por parte dos institutos de investigación. No curto prazo, permitiría eliminar un déficit anual da orde de 50 mil millóns de R\$, exclusivamente atribuíble aos réximes de xubilación⁴, sendo os outros excedentarios. Porén, estes resultados no longo prazo son modestos, representando unha economía de preto do 5% dos déficits previstos durante os próximos vinte anos⁵.
- b) *A reforma do código fiscal* pretende loitar máis eficazmente contra a evasión fiscal simplificando as regras de imposición e consolidar as finanzas dos estados da federación establecendo a uniformidade do ICMS, imposto sobre a circulación de mercadorías e principal recurso dos estados. Esta reforma suprimiría a competencia fiscal ruínosa entre estados. Apunta, por último, aínda que a cuestión non é unánime, a unha exención das exportacións. Este segundo aspecto da reforma, que se discute na asemblea foi mal orientado: é, en efecto, unanimemente criticado polo padroado, por todos os partidos a excepción do PT, polos representantes electos locais e polos gobernadores dos estados. A discusión céntrase sobre a cuestión das transferencias entre o Goberno central e os estados da federación. O Goberno central é consciente do elevado peso da carga fiscal e do seu carácter regresivo e ineficaz⁶, pero oponse a calquera diminución dos seus recursos. En canto aos estados da federación, estes refusan calquera reforma que diminúa a súa pequena parte da torta e ademais esperan aumentala. Neste contexto, todo fai pensar que a presión fiscal deberá aumentar⁷, que os obxectivos iniciais serán esquecidos e que a “reforma” agravará a ineficacia do sistema fiscal.

⁴ Segundo un informe do Ministerio de Previsión de marzo do 2003, o déficit do réxime de xubilación fora de 56 mil millóns de R\$ no ano 2002, é dicir, o 4,25% do PIB.

⁵ A magnitude do déficit é calculada a partir de comunicados do Ministerio de Previsión reproducidos pola prensa. O ministerio declara laconicamente que se pode atender, a partir do texto da reforma que votou, a unha economía total de 49 mil millóns de R\$ durante os próximos vinte anos, sen explicar a súa metodoloxía de cálculo. Considerando un déficit anual da previsión de 50 mil millóns, obtense un 5%.

⁶ Os recursos fiscais dependen esencialmente do imposto indirecto (ICMS, imposto sobre a circulación de mercadorías; IPI, imposto sobre os produtos industriais; imposto sobre as importacións; e diversas “contribucións” afectas aos cargos orzamentarios específicos), cuxa particularidade é que se aplica “en cascada” e non sobre o valor engadido.

⁷ Antes da publicación do proxecto de lei orzamentaria para o ano 2004 (finais do mes de agosto), que prevía un aumento nominal do 11,32% dos ingresos por informe no ano 2003, isto parece inconsistente cunha inflación cifrada no 5,5%, e a taxa de desenvolvemento económico retida para o ano do 3,5%.

- c) *A independencia operacional do Banco Central é unha vella reivindicación dos sectores financeiros. O seu inicio parece terse conseguido baixo a anterior presidencia, pero a reforma tropeza con certos problemas constitucionais. Estes últimos atrancos foron eliminados. O primeiro paso consistiu en reforzar o estatus do seu presidente que mantiña o rango de ministro. Queda por especificar o contido exacto da independencia por medio dunha lei que polo momento aínda está en estudo.*
- d) *Un novo código de quebra cuxo propósito é aumentar as garantías dos acredores das empresas en liquidación, consideradas insuficientes actualmente, o que debería permitir aumentar o volume e diminuír o custo dos créditos ás empresas.*
- 3) *A política de desenvolvemento industrial está en gran parte en mans do BNDES, banco público encargado de dirixir as principais operacións de reestruturación. O seu presidente, Carlos Lessa, un economista de orientación “estruturalista”, propón, por outra parte, unha política de “desenvolvemento acompañada pola inclusión social”; defende particularmente a expansión do “microcrédito” e os préstamos ás pequenas e medianas empresas. Polo que respecta á política industrial propiamente dita, o acento poñerá sobre o reforzo da capacidade de certas ramas para conseguir importantes saldos comerciais, no contexto das negociacións de liberalización comercial actualmente en curso. Segundo estudos recentes de orixe universitaria, as “ramas” agroindustriais (café, papel e celulosa, produtos cítricos), de coiro e calzado, e de siderurxia deberían ser privilexiadas por unha política de promoción das exportacións. Outras actividades (bens de capital, sector naval, petroquímica, plásticos) ameazadas pola liberalización deberían ser obxecto de políticas de reestruturación.*
- 3) *No ámbito internacional, o Goberno parece reorientar a estratexia de acordos comerciais. O seu éxito nas últimas negociacións da OMC supón un amplo traballo diplomático para abrir os mercados dos países desenvolvidos e multiplicar as negociacións de cara a unha cooperación cos seus compañeiros do sur. Un dos obxectivos declarados é tamén reforzar a cohesión latinoamericana co fin de negociar nunha situación máis vantaxosa a participación no Alca, cuxa realización non parece moi prioritaria no seo da axenda brasileira. Con todo, o neoproteccionismo da Arxentina parece debilitar de modo conxuntural o Mercosur.*
- 4) *As políticas sociais, por último, constitúen, unha prioridade das promesas, sendo por iso compatibles cunha suba da taxa de aforro nacional considerada como prioridade absoluta. E serán as clases medias –un dos apoios esenciais do novo presidente– quen soportarán unha gran parte destes sacrificios.*
- *Como é imaxinable, as reformas relativas ao sistema de previsión social inscríbense nesta perspectiva e a redución do emprego público tampouco se libra disto. Estes estratos sociais serán tamén os primeiros afectados polo aumento da progresividade do imposto, ou pola diferenciación dos prezos dos servizos públicos a favor dos estratos sociais máis pobres.*

- A reforma agraria ten, sen dúbida ningunha, o seu simbolismo propio como modo de integración dos pobres na sociedade. Neste sentido constitúe un dos capítulos da política social. Non se trata en ningún caso de caridade e menos aínda é unha máquina de guerra contra a propiedade privada: o obxectivo é reforzar a clase das explotacións agrícolas familiares e é neste sentido como se poderían beneficiar dos apoios do Estado. Tamén está lonxe das tímidas tentativas precedentes de reforma agraria como das reivindicacións revolucionarias da ala activa do PT na propiedade rural (o Movemento dos Sen Terra).
- Desde esta perspectiva e na mesma clave, cómpre analizar as medidas de apoio ao micro e ao miniempresariado. Como o campesiño sen terra, o vendedor das rúas (“*biscateiro*”) é unha das personaxes clave da sociedade brasileira. E é este “*biscateiro*”, o que se busca ou se trata de converter en “figura empresarial”, a quen toca a responsabilidade dun reforzo e dunha diversificación da oferta doméstica.
- Se a todo isto se lle engade a ordenación dos mecanismos de xubilación por reparto (reforma do sistema de previsión) e un estímulo na constitución do fondo de pensións (incluídos aquí os estratos sociais populares), pódese comprobar o camiño andado polo Partido dos Traballadores despois da súa chegada ao poder.
- Esperando os efectos positivos deste plan e doutras reformas estruturais, o programa Fome Zero permitirá socorrer urxentemente ás capas máis vulnerables da poboación. A pesar das aparencias, non se pode reducir este programa a unha simple adaptación das accións do Banco Mundial centradas sobre os pobres. É explicitamente un instrumento transitorio destinado a romper a “trampa da pobreza” da desnutrición permitíndolles ás poboacións pobres retomar o seu alento, pensar no porvir e elaborar estratexias de promoción social. A integración resultará, xa que logo, da mellora da súa capacidade de traballo e da escolarización dos nenos. Este programa únese a outras medidas máis tradicionais de acción directa sobre o mercado de traballo a favor do emprego ou da suba das rendas monetarias (salario mínimo, asignación por desemprego), medidas que deben contribuír á integración social a través do acceso ao consumo monetarizado.

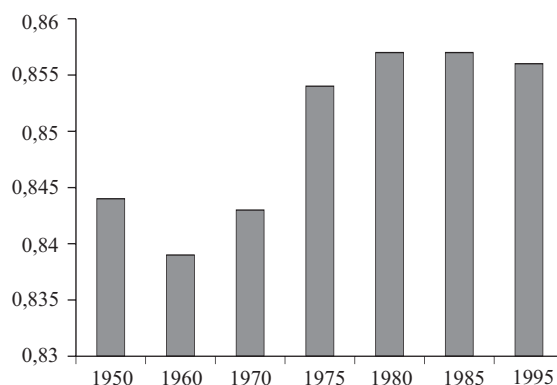
5. CONCLUSIÓN

Nunha entrevista ao *Financial Times* datada no segundo trimestre do ano 2003, o presidente Luiz Inácio da Silva afirmou que o primeiro ano do seu mandato o consagraría á “limpeza da casa”, xustificando así o mantemento dunha política conservadora e ortodoxa ata que a economía se restablecese.

Este discurso no ámbito internacional, incontestablemente diferente dos propósitos da campaña, apuntaba naturalmente a adquirir credibilidade externa. Pero se-

ría simplificar moito o seu propósito, ou reduci-lo á habilidade ou á duplicidade. En efecto, se os dirixentes do Partido dos Traballadores sacrifican os grandes equilibrios é porque parten da constatación de que no pasado o equilibrio non foi máis reaccionario, nin o desequilibrio máis progresista. A proba diso é a terrible resistencia dos índices de desigualdade e dos niveis de pobreza dun país no que o 1% da poboación gaña máis ca o 50% dos máis pobres, e onde a concentración da terra é considerable (gráfica 5). E isto a pesar da multitude de intervencións públicas no reparto primario das rendas (é dicir, ao nivel da fixación dos prezos e dos salarios que á Administración nunca lle repugnou manipular), ou da redistribución e das transferencias.

Gráfica 5.- Concentración da propiedade relativa (1950-1995). Índice de Gini



FONTE: INCRA.

Queda por probar que a ortodoxia e as transformacións sociais non son antinómicas. Cunha taxa de crecemento do PIB estimada no 3,5-4%, o Goberno pode, por fin, comezar a poñer en marcha algunhas das promesas sociais que figuraban no programa do Partido dos Traballadores. Xa que, nesta ocasión, a expansión da produción apóiase á vez sobre a combinación dun crecemento das exportacións, dunha recuperación da demanda das familias e dunha recuperación dos investimentos tanto na construción como nos bens de equipo. Os asalariados, e en particular os menos cualificados, non son os últimos en obter proveito. Esta primeira tendencia a favor do emprego conxúgase cunha suba dos salarios que explica o vigor da demanda privada e o optimismo das empresas.

Porén, este crecemento económico é fráxil: a debilidade dos investimentos pasados non se fai sentir aínda en razón da baixa utilización das capacidades de produción tras un longo período de estancamento. Pero a taxa de utilización das capacidades de produción aumenta rapidamente, facendo temer un crecemento das expectativas inflacionistas, un endurecemento da política monetaria e un novo freo ao

crecemento económico por parte das autoridades. Por outro lado, o sistema produtivo está enfrontado á penuria do equipamento: a produción récord de soia tropeza coa insuficiencia das rutas e das infraestruturas portuarias. E se as choivas torrenciais permiten afastar o espectro dos cortes de corrente no curto prazo, a penuria da enerxía aínda segue sendo unha restrición no medio prazo, agravado pola evolución internacional do mercado dos hidrocarburos.

O nivel de endebedamento externo indícanos, ademais, outra debilidade do aforro doméstico, sexa privado ou público, e a importancia do servizo da débeda pública indícanos a utilización moi discutible deste aforro. En ausencia dun aforro privado doméstico suficiente, o crecemento económico non pode apoiarse máis que sobre as entradas de capitais externos, capitais que tamén deben refinar a carga da débeda pasada e a compensación dos investimentos directos e de carteira. E se as entradas de capitais se debilitan, o crecemento económico verase igualmente debilitado, provocando mecanicamente a suba da ratio débeda externa/PIB. Aínda máis, a debilidade da taxa de aforro doméstica constitúe unha das incoherencias do modelo económico e social brasileiro: o mantemento dunha distribución das rendas moi desigual debería, en efecto, garantir un aforro abundante fundado teoricamente sobre unha forte propensión a aforrar dos titulares de altos ingresos. Pero as fugas de capitais e sobre todo o consumo ostentoso das elites –máis alá das clases medias– conxúganse para comprimir o aforro doméstico.

BIBLIOGRAFÍA

- BENAROYA, F. (1996): “Brésil: de la stabilisation aux réformes”, *Problèmes d’Amérique Latine*, núm. 21, (abril-xuño). Documentation Française.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E. (1996): “Mexico’s Balance of Payment Crisis: A Chronicle of a Death Foretold”, *J. of International Economics*, 41, núm. 3-4, (novembro), pp. 235-264.
- CALVO, G.A.; MENDOZA, E. (2000): “Capital-Markets Crises and Economic Collapse in Emerging Markets: An Informational-frictions Approach”, *American Economic Review Papers and Proceedings*, (maio).
- CALVO, G.A.; VÉGH, C.A. (1994): “Inflation Stabilization and Nominal Anchors”, en R.C. Barth e C.H. Wong [ed.]: *Approaches to Exchange Rate Policy, Choice for Development and Transition Economics*, pp. 90-102. IMF Institute.
- CALVO, G.A.; VÉGH, C.A. (1999): *Inflation Stabilization and BOP Crisis in Developing Countries*. (NBER WP, 6925).
- CHANG, R. (1999): “Understanding Recent Crises in Emerging Markets, Federal Reserve Bank of Atlanta”, *Economic Review*, 2º cuatr.
- DORNBUSCH, R. (1998): *After Asia: New Directions for the International Financial System*. (web.mit.edu/rudi/www).
- DORNBUSCH, R. (1999): *Emerging Market Crises: Origins and Remedies*. (web.mit.edu/rudi/www).
- EASTERLY, W. (1996): “When is Stabilization Expansionary? Evidence from High Inflation”, *Economic Policy*, (abril), pp. 68-107.

- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M. (1984): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Exemples", *Journal of International Economics*, 17, pp. 1-13.
- FLOOD, R.P.; GARBER, P.M.; KRAMER, C. (1996): "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Exemple", *Journal of International Economics*, 41, pp. 223-234.
- FLOOD, R.P.; MARION, N.P. (1998): *Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature*. (IMF WP/98/130).
- KAMINSKY, G.L.; REINHART, C.M. (1999): "The Twin Crises, The Causes of Banking and Balance of Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 89, núm. 3, pp. 473-500.
- KRUGMANN, P. (1979): "A Model of Balance of Paiements Crises", *J. of Money, Credit and Banking*, 11, pp. 311-25.
- KRUGMAN, P. (1991): "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *Quarterly Journal of Economics*, 106, pp. 669-82.
- KRUGMAN, P.; ROTEMBERG (1992): "Speculative Attacks on Target Zones", en P. Krugman e M. Miller [ed.]: *Exchange Rate Targets and Currency Bands*. Cambridge University Press.
- LAHIRI, A.; VÉGH, C. (1997): *Delaying the Inevitable: Optimal Interest Rate Policy and BOP Crises*. (Mimeo). UCLA/Internet.
- OBSTFELD, M. (1994): "The Logic of Currency Crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, pp. 189-213. Banque de France.
- SACHS, J.; TORNELL, A.; VELASCO, A. (1996): "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Paper on Economic Activity*, núm. 1, pp. 147-198.
- SACHS, J.; RADELET, S. (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 1.
- SAND, A.; TROTIGNON, J. (2002): Brésil: l'héritage de Fernando Henrique Cardoso", *Revue de l'OFCE*, núm. 83, (outubro).
- RIFFLARD, C.; SAND-ZANTMAN, A.; ROSINGER, J.L. (2003): "Après l'ajustement, le temps de réformes", *Lettre de l'OFCE*, núm. 242, (outubro). París: OFCE.
- STIGLITZ, J. (2002): *La grande désillusion*. Fayard.
- TEIXEIRA, J.R.; TEIXEIRA, R.M. (2004): *Problems and Hopes for Brazil in the New Millennium*. Ronéo. Universidade de Brasilia.
- VÉGH, C.A. (1992): "Stopping High Inflation", *IMF Staff Papers*, vol. 39, núm. 3, pp. 626-695.
- WORLD BANK (2003): *Brazil: Equitable, Competitive, Sustainable, Contribution for Debate*. Washington.
- ZANTMAN, A. (1990): "Le Plan Collor dans l'œil du cyclone: de l'hyperinflation à l'hyperstagflation?", *Problèmes d'Amérique Latine*, núm. 97, 3º trim., pp. 569-112. Documentation Française.
- ZANTMAN, A. (1991): *Le Tiers-Monde: les stratégies de développement à l'épreuve des faits*. 2ª ed. París: Hatier.
- ZANTMAN, A. (1993): "Un nouveau plan de stabilisation... Pour quoi faire?", *Problèmes d'Amérique Latine*, nouvelle série, núm. 9, (abril-xuño), pp. 27-43. Documentation Française.