

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
Departamento de Economía Aplicada I



**SUBDESARROLLO, CAPITAL EXTRANJERO Y
FINANCIARIZACIÓN: LA TRAMPA FINANCIERA
DE LA ECONOMÍA BRASILEÑA.**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR
PRESENTADA POR

Bibiana Medialdea

Bajo la dirección del doctor

Enrique Palazuelos

Madrid, 2010

- ISBN: 978-84-693-3490-4

Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña

Tesis doctoral

Bibiana Medialdea
dirigida por Enrique Palazuelos

Departamento de Economía Aplicada I
Facultad de CC. Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid

Madrid, 2009

A mis padres,
por ser así y estar, siempre, ahí

y a Milena y Ángela,
mi mayor alegría.

"(...) pensó que en alguna parte Chestov había hablado de peceras con un tabique móvil que en un momento dado podía sacarse sin que el pez habituado al compartimento se decidiera jamás a pasar al otro lado. Llegar hasta un punto del agua, girar, volverse, sin saber que ya no hay obstáculo, que bastaría seguir avanzando"

Julio Cortázar, *Rayuela*.

Índice

Índice de gráficos	vii
Índice de cuadros	ix
Índice de tablas (anexo estadístico)	x
Índice de siglas más utilizadas	xi
Agradecimientos	xii
1. Fundamentación teórica, estructura y metodología de la investigación	1
1.1. Punto de partida: interrogantes iniciales y objeto de estudio	1
1.2. El análisis de la realidad económica	4
1.3. Referentes teóricos básicos	11
1.3.1. Una mirada desde la economía política: el análisis del proceso de acumulación capitalista	11
1.3.2. El papel de las finanzas en el funcionamiento económico: de la escuela bancaria a la financiarización	15
1.3.3. Capitalismo subdesarrollado e inserción exterior dependiente bajo las condiciones de la financiarización	24
1.4. Formulación de las hipótesis	29
1.5. Estructura de la Tesis y método de trabajo	31
1.6. Aclaraciones complementarias	35
2. La consolidación del subdesarrollo en Brasil: reproducción de los límites estructurales al desarrollo económico (LEDE)	39
2.1. Aproximación analítica a la reproducción del subdesarrollo: los LEDE	40
2.2. Debilidad productiva y limitada capacidad de acumulación	43
2.3. Insuficiencia crónica de demanda	50
2.3.1. Debilidad de la inversión	50
2.3.2. Estrechez y segmentación de la demanda de consumo	53
2.4. Distribución de la renta muy polarizada	55
2.5. Insuficiencia de ahorro interno: resultado de los LEDE y límite estructural adicional	62

3. Crecimiento sometido a LEDE y basado en ahorro externo: vulnerabilidad financiera y colapso de la estrategia	66
3.1. La intervención estatal: clave de la estrategia de crecimiento	67
3.1.1. Potente inversión pública	68
3.1.2. Transferencia directa de recursos públicos hacia el capital privado	70
3.1.3. Transferencia indirecta de recursos al capital privado mediante las empresas estatales	70
3.2. La restricción impuesta por los LEDE: la necesidad de captar ahorro externo para sostener el crecimiento	72
3.2.1. Primera evidencia: la imposibilidad de crecer sin recursos externos	72
3.2.2. Reorientación de la estrategia hacia la captación de ahorro externo	75
3.2.3. Entrada de ahorro externo	77
3.3. Vulnerabilidad financiera externa y colapso de la estrategia	80
3.3.1. Espiral de creciente dependencia externa	81
3.3.2. Gestación de un grado extremo de vulnerabilidad financiera externa	84
3.3.3. <i>Shocks</i> externos y colapso de la estrategia de crecimiento: la crisis de la deuda externa	86
4. Desmantelamiento del esquema de funcionamiento económico y auge del rentismo financiero	90
4.1. El ajuste al servicio de la deuda externa	91
4.1.1. La lógica y las medidas del ajuste	91
4.1.2. La aplicación del ajuste en Brasil: descontrol monetario y fiscal	93
4.2. Sangría de recursos y reproducción de la espiral de endeudamiento externo	95
4.2.1. Éxito del ajuste: colosal transferencia neta de recursos al exterior	95
4.2.2. Reproducción de la espiral de endeudamiento externo	99
4.3. Quiebra del esquema de funcionamiento económico	101
4.3.1. Repliegue de la intervención estatal y hundimiento productivo	101
4.3.2. Desorden monetario generalizado	103
4.3.3. Crisis fiscal	107
4.4. Origen y auge del rentismo financiero	110
4.4.1. Un nuevo negocio: la deuda pública indexada	110
4.4.2. Auge del rentismo financiero	111
4.4.3. Ascenso económico y político del capital financiero nacional	113

5. Cambio del contexto internacional: la financiarización	117
5.1. La financiarización: concepto y orígenes	118
5.2. Expansión y transformación del negocio financiero	122
5.2.1. Auge del negocio financiero	122
5.2.2. Transformación de la actividad financiera: productos y mercados	123
5.2.3. Transformación del ámbito financiero: agentes	125
5.3. Una nueva lógica de funcionamiento financiero	128
5.3.1. Principales rasgos	128
5.3.2. Vocación expansiva y predominio del capital financiero	131
5.4. La financiarización de la actividad económica	133
5.4.1. Estrategias empresariales: primacía de la soberanía accionarial	133
5.4.2. Consumo privado: patrimonialización financiera vs. deterioro laboral	135
5.4.3. El Estado: impulsor y víctima de la financiarización	138
5.4.4. La dinámica de la actividad económica financiarizada y sus resultados	140

6. La expansión de la financiarización hacia países subdesarrollados: los “mercados emergentes”

6.1. Expansión hacia nuevos espacios geográficos: una mirada selectiva	143
6.2. El surgimiento de los “mercados emergentes”	145
6.2.1. El discurso: captar ahorro externo para crecer	145
6.2.2. El primer paso: de países endeudados a “emergentes”, El Plan Brady	146
6.2.3. El papel del FMI en el surgimiento de los “emergentes”	150
6.3. Una estrategia para captar ahorro externo	154
6.3.1. Liberalización comercial	154
6.3.2. Liberalización financiera	155
6.3.3. Programas de estabilización monetaria	157
6.3.4. Privatizaciones	159
6.4. La financiarización de la actividad económica en los “mercados emergentes”	160

7. Brasil se convierte en “emergente”: estrategia de crecimiento basado en ahorro externo	163
7.1. La aplicación de la estrategia	164
7.2. Liberalización comercial	166
7.3. Apertura financiera	169
7.4. Un nuevo contexto monetario y financiero: el <i>Plano Real</i>	171
7.4.1. Cambio de patrón monetario	172
7.4.2. Un nuevo contexto basado en las “anclas”	173
7.5. Reestructuración del sistema financiero: salvamento, apertura al capital extranjero y privatización	177
7.5.1. Amenaza de crisis generalizada y saneamiento del sector bancario	177
7.5.2. Apertura a los bancos extranjeros	179
7.5.3. Privatizaciones bancarias	180
7.6. Privatización de grandes empresas	182
8. Un nuevo episodio de crecimiento basado en ahorro externo	185
8.1. Resultados iniciales: estabilidad monetaria y captación de ahorro externo	186
8.1.1. Fin de la inflación y de la volatilidad cambiaria	186
8.1.2. Voluminosa entrada de capital extranjero	189
8.2. Un nuevo episodio de crecimiento	191
8.2.1. Estructura sectorial del crecimiento	191
8.2.2. Composición del crecimiento de la demanda	194
8.3. Gestación de un alto grado de vulnerabilidad financiera externa	197
8.3.1. Creciente dependencia del capital extranjero	198
8.3.2. Una dificultad adicional: naturaleza del ahorro externo captado	200
8.4. <i>Shock</i> externo y colapso súbito del crecimiento	203
8.4.1. El detonante más inmediato: la moratoria rusa de agosto de 1998	203
8.4.2. Colapso súbito y duradero del crecimiento	206

9. Un nuevo escenario financiero I: expansión del mercado de deuda pública garantizada	209
9.1. El Estado: creador del mercado de deuda pública y de las condiciones que favorecen su crecimiento	210
9.1.1. Emisiones masivas de deuda pública	210
9.1.2. Garante del nuevo marco financiero	212
9.1.3. Asunción del riesgo asociado a las inversiones financieras	215
9.2. El capital extranjero: compra títulos públicos y penetra el sistema financiero	218
9.2.1. Compras masivas de títulos públicos	219
9.2.2. Penetración extranjera en el sistema bancario nacional	221
9.3. El capital financiero absorbido en la compra de deuda pública garantizada	223
9.3.1. Un nuevo sector bancario más rentista que en el pasado	224
9.3.2. Los bancos extranjeros, los más rentistas	226
9.3.3. El resto de agentes financieros protagonistas también optan por la deuda pública	230
10. Un nuevo escenario financiero II: infradesarrollo de los demás mercados financieros	233
10.1. El rentismo atrofia el mercado financiero brasileño	234
10.2. El mercado de acciones	235
10.2.1. Estrechez y concentración del mercado	236
10.2.2. El capital extranjero: dinamizador fundamental	238
10.2.3. La importancia del Estado: las privatizaciones	241
10.3. El mercado de bonos de empresa	244
10.3.1. Un mercado de cierta dimensión y también muy concentrado	244
10.3.2. Protagonismo de las compras de la banca pública	245
10.4. Un mercado de crédito reducido y en retroceso	247
10.4.1. Reducción del crédito privado	247
10.4.2. La importancia del crédito público y de su orientación	251

11. La financiarización de la economía brasileña: Brasil enredado en una trampa financiera	253
11.1. Financiarización: la lógica financiera domina la dinámica de la economía	254
11.1.1 Crecimiento de los activos y las rentas financieras	255
11.1.2. Las empresas del sector productivo bajo la lógica financiarizada	256
11.1.3. Las familias: consumo exiguo de la mayoría y rentismo financiero de un grupo social reducido	261
11.1.4. El Estado atrapado en la financiarización	264
11.2. La trampa de la economía brasileña: financiarización permanente	268
11.2.1. Persistente necesidad de recursos externos	268
11.2.2. Vulnerabilidad externa bajo las condiciones de la financiarización	269
11.2.3. El círculo vicioso de la trampa financiera	274
11.2.4. La financiarización permanente	278
11.3. Reconfiguración social y profundización del subdesarrollo	279
11.3.1. La financiarización como palanca de recomposición social: ganadores y perdedores	279
11.3.2. Hegemonía política del capital financiero	283
11.3.3. Agudización de los LEDE y consolidación del subdesarrollo	285
Conclusiones	287
Epílogo	294
Anexo estadístico	300
Bibliografía	313

Índice de gráficos

Gráfico 1: Estructura sectorial de la producción (% del PIB): 1950-2005	45
Gráfico 2: Tasas de inversión (FBCK/PIB, %): 1950-2005	51
Gráfico 3: Masa salarial (% del PIB): 1950-2005	56
Gráfico 4: Distribución personal de la renta (% de la renta total): 1976-2005	58
Gráfico 5: Tasas de ahorro e inversión (% del PIB): 1950-2005	64
Gráfico 6: Tasa de inflación (IGP-DI, % anual): 1950-1980	74
Gráfico 7: Entradas financieras netas de inversión extranjera (millones de US\$): 1950-1980	79
Gráfico 8: Formación del saldo corriente (millones de US\$): 1950-1980	83
Gráfico 9: Endeudamiento externo y salida de intereses (% del PIB y millones de US\$): 1950-1980	87
Gráfico 10: Entrada de créditos externos (millones de US\$): 1980-1993	88
Gráfico 11: Saldo corriente, formación y financiación (millones de US\$): 1980-1992	96
Gráfico 12: Transferencia neta de recursos al exterior (millones de US \$): 1980-1992	98
Gráfico 13: Pagos, aplazamientos y refinanciaciones de deuda externa (millones de US\$): 1980-1992	100
Gráfico 14: Tasas de inversión pública y de las empresas estatales (% del PB): 1950-2005	102
Gráfico 15: Tasa de inflación (IGP-DI, % anual): 1981-1996	105
Gráfico 16: Deuda externa pública y privada (millones de US\$): 1973-1992	108
Gráfico 17: Resultados fiscales (% del PIB): 1983-1992	109
Gráfico 18: Participación del sector financiero (% del PIB): 1950-1993	114
Gráfico 19: Tasa de rentabilidad de empresas financieras y no financieras en EEUU (%): 1980-2006	128
Gráfico 20: Participación de la masa salarial en la OCDE (% del PIB): 1960-2006	137
Gráfico 21: Bonos internacionales de deuda "emergente" (% sobre el mercado de bonos mundial y miles millones de US\$): 1987-1998	149
Gráfico 22: Tarifas efectivas sobre las importaciones (%): 1987-1999	167
Gráfico 23: Tipo de cambio R\$/US\$ (números índice, base 100 en julio de 1994): 1994-1998	174
Gráfico 24: Tipo de interés (<i>tasa selic</i> , % anual): 1994-1997	176
Gráfico 25: Participación de los bancos públicos en el sistema bancario (% de activo y depósitos sobre el total): 1990-2005	181
Gráfico 26: Resultado de las privatizaciones (miles de millones de US\$): 1991-2005	184
Gráfico 27: Tasa de inflación (IGP-DI, % anual): 1987-2003	188
Gráfico 28: Tipo de cambio R\$/US\$ (variación mensual, %): 1994-2003	188
Gráfico 29: Cuenta financiera (saldos netos, millones de US\$): 1990-2003	190
Gráfico 30: Entradas financieras brutas (inversión extranjera directa e inversión extranjera en cartera, millones de US\$): 1990-2003	190
Gráfico 31: Crecimiento de la producción (variación anual, %): 1990-2003	191
Gráfico 32: Salarios reales (números índice, base 100 en 1985): 1985-2003	196

Gráfico 33: Saldo corriente, formación y financiación (millones de US\$): 1990-2003	199
Gráfico 34: Stock de capital extranjero (millones de US\$): 1990-2003	202
Gráfico 35: Captación neta de recursos externos y reservas (millones de US\$): 1996-1999	204
Gráfico 36: Títulos públicos emitidos (miles de millones de R\$ deflactados por el IGP-DI): 1995-2003	211
Gráfico 37: Tipos de interés (<i>tasa selic</i> , % anual): 1997-2003	213
Gráfico 38: Títulos públicos indexados (% sobre el total de títulos emitidos): 1993-2003	217
Gráfico 39: Inversión extranjera en cartera (acciones y renta fija, millones de US\$): 1990-2003 ____	220
Gráfico 40: Inversión extranjera en bonos corporativos (% sobre el stock de inversión extranjera en renta fija): 1995-2003	220
Gráfico 41: Participación de los bancos bajo control extranjero en el sistema bancario (% de activo y depósitos sobre el total): 1990-2003	222
Gráfico 42: Composición de los activos del sistema bancario (% sobre el activo total): 1995-2003	225
Gráfico 43: Composición de la cartera financiera de los bancos (% sobre el total de títulos y valores mobiliarios): 1995-2003	225
Gráfico 44: Composición de los ingresos bancarios (% sobre el total de ingresos): 1995-2003	226
Gráfico 45: Títulos financieros en poder de bancos extranjeros y brasileños (% sobre su activo): 1996-2003	228
Gráfico 46: Composición de la cartera financiera de los fondos de inversión (% sobre el total de títulos financieros): 1995-2003	232
Gráfico 47: Rentabilidad de las acciones y de las LFT (% anual): 1995-2003	235
Gráfico 48: Emisiones y volumen de negociación de acciones en Bovespa (millones de US\$): 1992-2003	236
Gráfico 49: Compras extranjeras de acciones (millones de US\$): 1990-2003	239
Gráfico 50: Valor de cartera del capital extranjero en Bovespa (millones de US\$): 1995-2003	239
Gráfico 51: Operaciones realizadas por el capital extranjero en Bovespa (millones de US \$): 1995-2003	241
Gráfico 52: Privatizaciones e inversión extranjera directa (saldos netos, % y millones de US\$): 1994-2003	243
Gráfico 53: Emisiones y volumen de negociación de bonos corporativos (millones de US\$): 1992-2003	244
Gráfico 54: Crédito concedido al sector privado (millones de R\$ de 2007): 1990-2003	249
Gráfico 55: Tipo de interés de los créditos "libres" y <i>tasa selic</i> (% anual): 1997-2003	250
Gráfico 56: Valor de los activos financieros (% del PIB): 1950-2003	255
Gráfico 57: Tasas de rentabilidad y de acumulación (%): 1951-2003	260
Gráfico 58: Tasas de acumulación y de financiarización (%): 1970-2003	260
Gráfico 59: Salarios, endeudamiento bancario y consumo familiar (números índice, base en mayo de 1994): 1994-2003	263
Gráfico 60: Resultados fiscales (% del PIB): 1990-2003	265
Gráfico 61: Deuda pública interna y externa (% del PIB): 1993-2003	267

Gráfico 62: Volatilidad de los flujos financieros extranjeros (entradas brutas sobre captación neta, %): 1990-2003	271
Gráfico 63: Participación del capital extranjero en Bovespa (valor de cartera y volumen de negociación, % sobre el total): 1995-2003	273
Gráfico 64: Capital extranjero e índice Ibovespa (millones de US\$ y puntos básicos): 1995-2003 ____	273
Gráfico 65: Riesgo-Brasil e inversión extranjera en cartera (saldo neto anual y puntos básicos): 1997-2003	275
Gráfico 66: Títulos públicos emitidos y <i>tasa selic</i> (millones de US\$ y puntos básicos): 1997-1997 ____	277
Gráfico 67: Títulos públicos emitidos y <i>tasa selic</i> (millones de US\$ y puntos básicos): 2000-2003 ____	277
Gráfico 68: Salidas netas de rentas de inversión (millones de US\$): 1991-2003	280
Gráfico 69: Títulos públicos emitidos (miles de millones de R\$ deflactados): 2003-2008	296
Gráfico 70: Deuda pública interna (% del PIB): 2003-2008	296
Gráfico 71: Formación del saldo corriente (millones de US\$): 2000-2008	297

Índice de cuadros

Cuadro 1: Inversión pública (% de la FBCF total y % del PIB): 1950-1980	69
Cuadro 2: Balanza de pagos (saldo medio anual, % del PIB): 1965-1980	82
Cuadro 3: Planes de estabilización, congelación de precios: 1986-1991	106
Cuadro 4: Crecimiento de la producción (variación anual, %): 1993-2003	192
Cuadro 5: Crecimiento de los componentes de la demanda (variación anual, %): 1993-2003	194
Cuadro 6: Balanza de pagos (saldo medio anual, % del PIB): 1990-2003	198

Índice de tablas (anexo estadístico)

Tabla 1: Emisiones brasileñas de Bonos Brady (15 de abril de 1994)	300
Tabla 2: Privatizaciones en el sector bancario: 1997-2002	301
Tabla 3: Número de entidades bancarias por titularidad del capital: 1988-2005	302
Tabla 4: Crédito concedido al sector privado (% del PIB): 1990-2005	303
Tabla 5: Composición de los títulos públicos (% sobre el total de títulos emitidos): 1993-2005	304
Tabla 6: Composición de los activos bancarios (% sobre el activo): 1995-2006	305
Tabla 7: Composición de la cartera financiera de los bancos (% sobre los títulos y valores mobiliarios): 1995-2006	306
Tabla 8: Composición del ingreso operacional de los bancos (% sobre el ingreso total): 1995-2006	306
Tabla 9: Patrimonio neto y captación de recursos externos de los bancos extranjeros (participación sobre el sistema bancario, %): 1993-2005	307
Tabla 10: Cartera financiera de los bancos según propiedad del capital (% de títulos y valores mobiliarios sobre su activo): 1996-2006	307
Tabla 11: Bancos extranjeros y nacionales privados: composición de sus carteras financieras (%): 1998-2000	308
Tabla 12: Bancos extranjeros y nacionales privados: composición de sus ingresos (%): 1994-2000	308
Tabla 13: Fondos de inversión (características): 1995-2005	309
Tabla 14: Composición de la cartera financiera de los fondos de inversión (% sobre títulos y valores mobiliarios): 1995-2006	310
Tabla 15: Composición de la cartera financiera de los fondos de inversión: títulos públicos vs. privados (% sobre títulos y valores mobiliarios): 1995-2006	311
Tabla 16: Composición de la cartera financiera de los fondos de pensión (% sobre títulos y valores mobiliarios): 1991-2006	312

Lista de siglas más utilizadas

ABRAPP: *Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar*
ANDIMA: *Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro;*
BCB: *Banco Central do Brasil*
BM: Banco Mundial
BNDES: *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.*
Bovespa: *Bolsa de Valores de São Paulo*
BPI: Banco de Pagos Internacionales
CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe.
CMN: *Conselho Monetário Nacional*
Copom: *Comitê de Política Monetária*
COSIF: *Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*
CVM: *Comissão de Valores Mobiliários*
FGV: *Fundação Getúlio Vargas*
FMI: Fondo Monetario Internacional
GFSR: *Global Financial Stability Report*
IBGE: *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística*
ICV: *Índice do Custo de Vida*
IFI: Instituciones Financieras Internacionales
IGP-DI: *Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna*
INPC: *Índice Nacional de Preços ao Consumidor*
IPCA: *Índice de Preços ao Consumidor Amplo*
IPEA: *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada*
ISI: Industrialización por Sustitución de Importaciones.
LEDE: Limites Estructurales al Desarrollo Económico.
LFT: *Letras Financeiras do Tesouro*
LTN: *Letras do Tesouro Nacional*
MCTF: *Mercado de Câmbio de Taxas Flutuantes*
ORTN: *Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional*
PAE: Programas de Ajuste Estructural
PROER: *Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional*
PROES: *Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária*
PT: *Partido dos Trabalhadores*
SMI: Sistema Monetario Internacional
TVM: Títulos y Valores Mobiliarios
URV: *Unidade Real de Valor*

Agradecimientos

Después de pasar tanto tiempo lidiando con el capital financiero internacional debería haber previsto que terminaría la Tesis con deudas impagables. Adelanto que no las voy a poder devolver; pero reconocerlas es un placer.

No solo esta investigación, sino en realidad, mi dedicación al estudio de la economía, nace del interés por comprender la “mecánica de las injusticias”, es decir, de mi vocación política. Es difícil determinar de dónde proviene mi obsesión por la política (por identificar y denunciar lo que me parece injusto), pero mi primera deuda es con aquellas personas que han contribuido a alimentarla y estructurarla: mis compañeros de Economía Alternativa, con los que compartí la “escuela” del movimiento estudiantil y junto a los que comencé a verle sentido político a mi (nuestra) incipiente vocación investigadora; Xabier Arrizabalo y Carlos Fernández Liria, cuyas clases empezaron a dotar de cierto orden a las ideas que bullían en mi cabeza; Nacho Álvarez y Luis Alegre, mis primeros y más cercanos compañeros políticos; los hombres y mujeres del *Movimentos dos Trabalhadores sem Terra* de Brasil, por la impresión que me causó la convicción con la cual trabajan por transformar su realidad; *Forges, Moro* y Jaime Pastor, de los que llevo años aprendiendo sin parar; y mis compañeras y compañeros de Izquierda Anticapitalista.

Afortunadamente, no tardé demasiado en darme cuenta de que para ser una economista útil, políticamente útil, convenía saber economía. También tengo deudas, por tanto, con quienes me han enseñado lo que sé sobre el análisis de la realidad económica. He tenido la fortuna de formarme en el departamento de Economía Aplicada I de la Facultad de CC. Económicas de la UCM, un reducto en el cual todavía se enseña estructura económica. El siguiente hito en mi formación como economista fue Enrique Palazuelos; me impresionó su (brillante) capacidad analítica, que descubrí en el último curso de mi licenciatura. El flechazo fue instantáneo: yo quería aprender a explicar las cosas así de bien. Y no me equivoqué; trabajar estos años con él ha sido un privilegio. Además, Enrique creó y me

incluyó en espacios, como el consejo de redacción de Claves de la Economía Mundial y el grupo de investigación GICEM, en los cuales además de aprender de él he podido hacerlo de otros sólidos economistas, como M^a Jesús Vara, Ángel Vilariño, Luis Fernando Lobejón, Rafa Fernández y Clara García. Mi capacidad para el análisis económico también es resultado del trabajo colectivo desarrollado con mis compañeros economistas; desde las pequeñas investigaciones que comenzamos a realizar juntos en los últimos cursos de licenciatura hasta los proyectos en los que ahora mismo estamos inmersos, el aprendizaje ha sido (y es) continuo. La deuda contraída es particularmente grande con el grupo de Ajuste y Salario y, sobre todo, con Nacho Álvarez, con quien tanto y tan a gusto he hablado y escrito de economía durante estos años.

Con Enrique Palazuelos también he contraído una deuda de índole personal. Evidentemente, no puedo comparar; pero no me cabe ninguna duda de que la atención y el trabajo que ha dedicado a esta investigación exceden lo que se puede esperar, incluso, de un buen director de Tesis. Su confianza en mi capacidad investigadora -o más bien, en mi capacidad para aprender a investigar- me animó a dedicarme a la investigación económica desde que en mi primer curso de doctorado, sin apenas conocerme, aceptó dirigir el proyecto difuso que entonces era esta investigación.

Son varias las personas que han colaborado de forma directa en la realización de esta Tesis. Es evidente que cualquier deficiencia en ella no es de su responsabilidad. Pero también lo es que sin la ayuda de Luis Buendía, Milena Medialdea, Nacho Álvarez, Ricardo Molero, Luis Alegre, Carlos Huerga, Ángel Vilariño, Rodrigo Borges, Hawa Diawara, Ricardo Carneiro y Rafa Fernández, el resultado final habría sido peor. Mención especial he de hacer a Antonio Sanabria, que ha leído el borrador final íntegramente, con mucho cuidado y a contrarreloj, haciéndome valiosas aportaciones.

Mis deudas brasileñas merecerían un apartado específico. Esta Tesis tiene una proporción considerable de sangre carioca en las venas. En primer lugar, hay que destacar las contribuciones fundamentales de los profesores Miguel Bruno y Carlos Lessa. Bruno, además de haber sido un referente analítico de primer orden y de haberme proporcionado contactos que fueron cruciales para la obtención de algunos datos, ha atendido diligentemente mis variadas y continuas consultas. Las clases a las que pude asistir, las conversaciones que compartí, y la ayuda prestada por el profesor Carlos Lessa y su colaboradora M^a de Fátima Ribeiro, son el otro puntal brasileño de esta investigación.

Además, según se explica en el primer capítulo, el acceso a buena parte de la información empírica en que se sustenta la Tesis fue posible gracias a la ayuda del personal de diversas instituciones brasileñas. Entre ellos destacan Antonio Carlos de Oliveira, del *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística* (IBGE); Dalton Boechat filho y Claudia Marcia Rodrigues, de la *Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro* (ANDIMA); Thiago Said, del *Banco Central do Brasil* (BCB); André Santanna, Ernani Teixeira y Luciano Coutinho, del *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* (BNDES); Aloisio Campelo junior, de la *Fundação Getúlio Vargas* (FGV); Audrey C. Schmidt, de la *Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar* (ABRAPP); y Neuris Zaniboni, de la *Bolsa de Valores de São Paulo* (Bovespa).

También tengo cuentas pendientes con las personas que, no sólo colaboraron en un sinfín de cuestiones logísticas relacionadas con mis viajes a Río de Janeiro, sino gracias a las cuales disfruté tanto de mis estancias allí. Se trata, sobre todo, de M^a de Fátima Ribeiro, Fabiana Martins, Rodrigo y Milena Borges, Jamil Elias y Paulo Soares. Gracias a ellos Brasil para mí siempre será más que esta Tesis. Cuando me asalta cualquier referencia brasileña, no sólo vienen a mi cabeza datos de tipos de interés y de deuda pública; también llegan recuerdos (y planes) maravillosos.

La última fase de esta investigación coincidió con una situación personal complicada. En el apoyo emocional, como en los demás elementos esenciales para la vida, sólo reparamos en condiciones difíciles. No es posible enumerar a todas las personas con las que estoy en deuda por el apoyo que me han prestado, así que me limitaré a aquellas que han sido, literalmente, imprescindibles; sin el cariño y los cuidados de mis padres, Ángela, Milena, Antonio, Luis, Rocío, Concha, Glenn, Álvaro, Trini y Carlos (al que encontré como quien descubre un tesoro), no creo que hubiera podido terminar esta Tesis.

Capítulo 1

Fundamentación teórica, estructura y metodología de la investigación

En este capítulo se exponen las coordenadas teóricas y metodológicas en las que se enmarca la Tesis que presentamos, y también se detalla cuál es su estructura. Comenzamos enunciando los interrogantes y el objeto de estudio a partir de los cuales se inició la investigación. En el segundo y el tercer apartados, se explican cuáles son las características del enfoque metodológico y los referentes teóricos básicos en los que se sustenta, para pasar a señalar, en el apartado siguiente, cuáles son nuestra hipótesis. A continuación, describimos el método de trabajo seguido y la estructura que, finalmente, adoptó la investigación. Cerramos el capítulo con algunas aclaraciones complementarias.

1.1. Punto de partida: interrogantes iniciales y objeto de estudio

La elección y delimitación del objeto de estudio de esta investigación parte, en primer lugar, de un interés general por entender el funcionamiento de las economías subdesarrolladas. Además de la importancia política que se le atribuye a la comprensión de esa realidad, este interés surge también de la impresión de que el esclarecimiento de aquello que constituye el “patio trasero” del sistema capitalista aporta claves relevantes para la caracterización de dicho sistema.

Sobre este interés general influyó de forma determinante la orientación latinoamericanista del Departamento de Economía Aplicada I, en el cual me formé tanto en la especialidad de la licenciatura como en su programa de doctorado. A partir de mi especialización en América Latina, la elección se concretó en Brasil. Dicha elección no sólo fue fruto de

motivaciones personales, aunque no se puede negar simpatía y curiosidad por este país. También fue decisiva su relevancia económica, determinada en primera instancia, aunque no en exclusiva, por su enorme dimensión: hay que considerar que supone la mitad del PIB latinoamericano. Por otro lado, la naturaleza extremadamente polarizada, con apariencia contradictoria y en ocasiones de difícil comprensión, de la sociedad brasileña, añadía un aliciente adicional; si Brasil es un país de dimensiones continentales sus contrastes no son de menor magnitud. No en vano, suele decirse que se trata de uno de los países más ricos y más pobres del mundo. Algunos especialistas en la materia plantean que el capitalismo subdesarrollado es una suerte de caricatura del capitalismo: representa una deformación respecto al “modelo” (las economías desarrolladas) que facilita la identificación de algunos rasgos, que aparecen ahí de forma exagerada, pero que también están presentes en el original. Si eso es cierto, Brasil debía ser una caricatura extremadamente clarificadora. Esta era una primera pauta que orientó mis propósitos iniciales sobre la Tesis doctoral.

Las crisis que sacudieron a los denominados “países emergentes” a finales de los años noventa también fueron importantes para terminar de decantarme por el estudio de la economía brasileña y comenzar a perfilar los interrogantes que guiarían los primeros pasos de la investigación. Tras las fugas de capitales que acabaron desbancando la paridad cambiaria en enero de 1999, Brasil parecía encontrarse en una situación peculiar: el efecto de la crisis cambiaria y de las abruptas salidas de capitales no desencadenaron una crisis comparable a la que en esos años sufrieron, por ejemplo, las economías del sudeste asiático o Rusia. Sin embargo, no se podía decir que el cambio de actitud de los inversores internacionales respecto al país no hubiera afectado a su funcionamiento económico; aunque no se pudiera hablar de “crisis”, en el sentido fuerte del término, Brasil pasó a situarse en una situación de aparente “bloqueo”: la actividad económica se estancó y ese estancamiento fue duradero. Mientras que, por un lado, algunos especialistas denunciaban certeramente que las medidas aplicadas por el gobierno durante esos años no sólo no contribuían a activar la economía, sino que reforzaban el bloqueo productivo existente, también se argumentaba, fundamentadamente, que un cambio de rumbo en dichas medidas “espantaría” definitivamente a los inversores extranjeros, lo cual generaría una crisis de efectos aún más negativos. La situación, por tanto, abocaba a un dilema aparentemente irresoluble: la economía brasileña vivía una especie de estado de excepción, en el cual, según se decía, “la situación puede no ser buena, pero al intentar mejorarla, empeora”¹. Indagar en la naturaleza de ese dilema fue

¹ Paulani (2007: 122).

una segunda pauta, más concreta, a la hora de afrontar el estudio de la economía brasileña.

La clave del dilema parecía ubicarse en el papel de los inversores extranjeros: su retirada repentina haría sucumbir al país en una crisis; pero era precisamente la amenaza de esa retirada lo que impedía aplicar las medidas que podrían reactivar la economía. De esta forma, todo indicaba que entender la situación en la cual se encontraba la economía brasileña remitía al análisis de su inserción en la economía mundial. También sabíamos que tanto la mayor parte de los flujos de capital que se mueven a escala internacional, como más aún los que se atreven a orientarse hacia los mercados financieros que se perciben como más arriesgados (como el brasileño), presentan un acusado sesgo “especulativo”, es decir, se mueven con el objetivo de valorizarse rápidamente en el ámbito financiero. Por tanto, era previsible que fuera en la inserción financiera del país donde encontraríamos las claves que empezábamos a buscar. Esta tercera pauta apuntaba ya de forma más directa a lo que sería la temática central de la Tesis.

Por añadidura, el análisis de la inserción financiera externa de la economía brasileña confluía con un tema que, al igual que el funcionamiento de las economías subdesarrolladas, suscitaba mi curiosidad desde los años de licenciatura: la naturaleza, que se me antojaba oscura, de los asuntos monetarios y financieros, y más en concreto, su papel dentro del esquema de funcionamiento económico general. En primera instancia, desde un punto de vista casi ontológico, qué es el dinero. Pero sobre todo, desde una perspectiva histórica, qué medios monetarios y financieros “funcionan” actualmente como dinero, es decir, qué es el dinero en la economía actual. Por ejemplo, los flujos financieros que llegan a Brasil, en forma de créditos bancarios, de títulos de deuda, de acciones, ¿son dinero? En tercer lugar, qué papel tiene la dimensión monetario-financiera dentro del análisis del funcionamiento económico general, ¿es o no es neutral? Desde luego, la situación brasileña durante los años noventa invitaba a descartar la hipótesis de la neutralidad, pero entonces, la pregunta era, ¿cómo se relaciona lo monetario-financiero con el resto de elementos que componen la estructura económica? Y de nuevo este interrogante nos remitía a la concreción histórica que nos proponíamos estudiar, ¿esta relación entre “lo financiero” y “lo real” presenta rasgos específicos para el caso de nuestro objeto de estudio? Es decir, qué añadían las particularidades históricas (finales del siglo XX, una economía subdesarrollada, latinoamericana, Brasil) a esta relación.

En definitiva, el acercamiento a la realidad económica brasileña actual a través de las pautas mencionadas permitió perfilar el objeto de estudio a partir del cual se inició esta

investigación: cómo afecta la inserción externa de la economía brasileña a su funcionamiento económico interno, considerando que la dimensión financiera jugaba un papel muy importante, y que la incidencia sobre la dinámica interna había que buscarla más allá de acontecimientos más o menos puntuales y más o menos disruptivos, es decir, en el funcionamiento "cotidiano". Así quedó definido el objeto de análisis y el "equipaje" que guiaron los primeros pasos de la investigación que ahora se presenta; primeros pasos que dieron como resultado el Trabajo de Investigación que con el nombre de *Inestabilidad financiera en las economías latinoamericanas durante los años noventa: el caso de Brasil* presentamos en junio de 2003 y con el cual obtuve el DEA².

1.2. El análisis de la realidad económica

La discusión respecto al método de análisis (posible y/o deseable) referido al ámbito de las ciencias sociales suele establecerse por comparación con la epistemología y la metodología propia de las ciencias naturales. Evidentemente, no es objeto de esta Tesis penetrar en discusiones epistemológicas de hondo calado, pero parece conveniente detenerse a aclarar algunas características importantes que, desde nuestro punto de vista, definen el tipo de análisis que llevamos a cabo.

En primer lugar, no compartimos el enfoque según el cual el mejor análisis posible sobre "lo social" es aquel que trata de reproducir, o asemejarse al máximo, al método de investigación utilizado en las ciencias naturales. En ese sentido, rechazamos lo que ciertas corrientes de pensamiento consideran como el "método científico único" y el supuesto reto de abordar el análisis de la realidad económica como si se tratara de un objeto de comportamiento mecánico.

Por un lado, los obstáculos para aplicar el mismo método que se usa para explicar los fenómenos físicos a un objeto de estudio histórico son evidentes y bien conocidos. Según explica Ramos (1996) se pueden clasificar en los siguiente cuatro grupos: en primer lugar, la particularidad e inestabilidad de los fenómenos sociales limita el grado de generalidad de sus regularidades, las acota en el tiempo histórico y dificulta su delimitación *a priori*; además, enfrentamos serias dificultades para desarrollar razonamientos deductivos que den cuenta de fenómenos de difícil representación mediante lenguajes simbólicos, como las matemáticas; en tercer lugar, los contrastes empíricos que podemos establecer presentan serias deficiencias: no es posible la experimentación, los datos de los que

² Medialdea (2003)

disponemos son insuficientes y de calidad dudosa en muchos casos, la complejidad de los fenómenos impide aislar adecuadamente las variables y, por tanto, identificar factores causales unívocos, etcétera.; y por último, existe una relación muy particular entre el objeto investigado y el sujeto investigador, ya que este segundo, por decirlo sintéticamente, forma parte a todos los efectos del objeto que pretende conocer.

Ante tales evidencias, parece claro que pretender reproducir de forma mecánica los procedimientos usuales de las ciencias dedicadas al análisis de la naturaleza física no es el método adecuado de enfrentar el conocimiento de la realidad social.

En segundo lugar, tampoco compartimos aquella otra idea según la cual el conocimiento de lo social es una quimera imposible. Partimos de la convicción de que los fenómenos y procesos sociales, y por tanto los económicos, se pueden explicar; es decir, se pueden reconstruir de una forma argumentada, sistemática, transparente en cuanto a los puntos de partida y los métodos utilizados, y que atienda al contraste con la realidad. Lo que sucede en las ciencias sociales, como en todas las demás disciplinas, es que el tipo de reconstrucción que podemos realizar, esto es, el tipo de análisis, viene determinado por las particularidades del objeto de estudio. Es decir, la propia delimitación del objeto estudiado marca cuáles son los procedimientos más adecuados para llevar a cabo la investigación.

La metáfora que emplea Alegre (2007: 5-6)³ ilustra a la perfección nuestro planteamiento: *"(...) ante la eventualidad de que alguien pueda golpear con el puño un rostro ajeno, es evidente que la ciencia jurídica, para determinar el concepto de agresión punible, debe asignar la máxima relevancia a la diferencia de naturaleza que media entre un "puño" y un "rostro" (pues es bastante probable que, sobre la base de esa diferencia, se tienda a considerar que el titular del puño es el agresor y el titular del rostro el agredido). Por el contrario, desde el punto de vista de la física (a partir de principios como el de acción y reacción y relatividad del movimiento) esa diferencia es completamente irrelevante: lo mismo da decir que A ha golpeado con el puño el rostro de B que decir que B ha golpeado con el rostro el puño de A. A todos los efectos relevantes desde el punto de vista de la física, lo único que ha ocurrido es que un rostro y un puño (o, mejor, dos masas inerciales de igual naturaleza aunque de distinta magnitud) han chocado la una con la otra o se han golpeado mutuamente. En todo caso, de lo que no cabe duda es de que, en cualquier medio académico, sería censurado el jurista que intentase presentarse a sí mismo como*

³ El desarrollo de este planteamiento, además de en Alegre (2007), se encuentran en Alegre y Fernández Liria (2009): *El orden de "El Capital"*, de próxima publicación en la editorial Akal.

mucho más riguroso que sus colegas tratando de explicar, por ejemplo, que es imposible distinguir entre agresor y agredido porque "La Ciencia" ha demostrado que si un cuerpo A golpea a otro B, debemos admitir que, en idéntica medida, el cuerpo B ha golpeado a A. Por esa dirección, lo más lejos que se puede llegar, en el mejor de los casos, y tras un infinito esfuerzo, es a inventar la física, algo que implicaría un beneficio muy pequeño (dado que en definitiva ya está inventada) en comparación con el enorme perjuicio que se podría acarrear: inutilizar la ciencia jurídica. El tipo de reformador que intentase dotar a la Ciencia jurídica del rigor de las ciencias físico-naturales mediante el ingenioso método de privar a la primera de elementos que le resultan esenciales, sería, sin duda, duramente reprendido por la Academia".

Es así que a partir de la delimitación de nuestro objeto de estudio cabe establecer un conjunto de características en las que se sustenta la investigación. Nuestro análisis se propone explicar la realidad económica, lo que, para empezar, remite a una realidad históricamente definida: el capitalismo, o más en concreto el capitalismo brasileño de los años noventa, considerando que:

a) La realidad económica es compleja. Entendemos esta complejidad en dos sentidos. Por una parte, no constituye un ente homogéneo, ni siquiera continuo, sino que se compone de distintos elementos, o dimensiones, con entidad específica. Así, ante cualquier fenómeno económico importante nos encontramos que se entrecruzan causas y efectos relacionados con las capacidades productivas, la composición y evolución de la demanda, los mecanismos mediante los cuales se distribuye el excedente y el resultado de dicha distribución, así como una amplia gama de otros elementos eminentemente políticos y sociales. Por tanto, la realidad económica es compleja porque se compone de varias dimensiones. En segundo lugar, y esto añade un grado de complejidad adicional, esas diferentes dimensiones registran una naturaleza diferenciada, es decir, tienen texturas muy distintas. Es evidente, por ejemplo, que no presentan la misma naturaleza aspectos como la capacidad para incorporar progreso técnico con la que cuenta una economía y los mecanismos de los que dispone cada grupo social para imponer al resto sus intereses particulares. No se trata de elementos análogos, que serían más fácilmente integrables, sino de naturaleza distinta, por lo que no será suficiente la simple adición de factores o dimensiones.

b) Es compleja, pero está estructurada. Esta complejidad no significa que la realidad económica deba contemplarse como un conjunto caótico de elementos inconexos. Por el contrario, cabe considerar que se encuentra estructurada, en el sentido de que los

elementos que la componen mantienen cierta organización. No se relacionan entre ellos de forma arbitraria, sino mediante una serie de interrelaciones que dotan al conjunto de consistencia. Por eso, resulta adecuada la caracterización de la realidad económica como sistema: el conjunto es más que la suma de las partes; lo que define a cada elemento es su lugar específico y su función dentro del conjunto; y son las interrelaciones que se generan entre los distintos componentes lo que dota de consistencia y define la naturaleza de ese conjunto.

c) También es dinámica. Las interacciones entre los distintos elementos que componen la realidad económica generan su propia transformación. Es la propia constitución de la realidad económica -sus elementos y las relaciones que establecen entre ellos- lo que deviene, por sí misma, en un proceso dinámico: hay inercias, procesos acumulativos, puntos de inflexión, ondas, etcétera. En la realidad económica, por tanto, el movimiento es continuo y endógeno (aunque sea susceptible de recibir influjos externos). Por lo que no será posible analizarla como si de una sucesión de momentos independientes se tratara, o dicho de otro modo, mediante la mera agregación de puntos de equilibrio que, precisamente debido a la virtualidad de ese equilibrio, no generan dinámicas internas.

d) Su dinámica tiene una dirección. En la medida en que la realidad económica se aprehende como una consistencia estructurada, y que su movimiento se presenta como algo intrínseco a esa consistencia, su dinámica no es aleatoria, sino que sigue una dirección. De esta forma, la dinámica económica, esto es, los procesos económicos y sociales, son endógenos en el sentido de que se derivan de la propia lógica del sistema. La dirección de estos procesos, por tanto, será coherente con esa lógica y, en particular, con las fuerzas internas de las que resultan.

e) Pero esa dirección no está predeterminada. La existencia de una dirección y la posibilidad de identificarla no implica que ésta esté determinada *a priori*. Los elementos que conforman la realidad económica son varios; las interrelaciones posibles entre ellos no son infinitas, pero sí diversas; y los sujetos colectivos que vehiculizan esas relaciones tienen capacidad de incidencia tanto sobre los elementos como sobre las relaciones mismas. Esta capacidad, variable, depende a su vez de esos mismos elementos y relaciones, pero, según la evidencia histórica, es poderosa: los procesos económicos y sociales pueden transformar radicalmente la realidad económica, pueden hacerlo en sentidos diversos y también pueden no hacerlo. En definitiva, que algo tenga sentido no implica que sea necesario. Una rápida aproximación al devenir de nuestras sociedades permite comprobar que las dinámicas históricas están plagadas de rupturas, de cambios

de rumbo, de espacios para la articulación de distintas estrategia posibles, etcétera. La realidad económica no lleva inscrito un destino.

Acorde con estas características más importantes que identificamos en la realidad económica, el instrumental adecuado para abordar su análisis puede sintetizarse en los cinco rasgos que señalamos a continuación. No está de más señalar que, aunque mantenemos algunas diferencias, nuestra concepción sobre el análisis económico se nutre directamente del denominado enfoque estructural⁴.

i) Visión global: la centralidad del sistema. Aunque el análisis económico suele concentrarse en la explicación de parcelas acotadas de la realidad económica, su adecuada comprensión requiere partir de la ubicación de ese elemento dentro del sistema al cual pertenece. Es de crucial importancia, por tanto, identificar el lugar específico del objeto de estudio dentro del sistema. En este contexto histórico el sistema consistente es el capitalismo, y el marco de referencia que nos permite aprehender su naturaleza es la economía mundial. Es mediante su análisis como un todo como se aprehende la consistencia estructurada (elementos y relaciones entre ellos), la lógica interna y las regularidades más importantes de nuestra realidad económica. Conviene aclarar que es desde esta concepción global desde la cual se utiliza la categorización de “interno” y “externo” (Albuquerque, 1981: 62). En la medida en que la unidad de análisis consistente es el sistema capitalista, la mayor parte de elementos que entran en juego en los análisis económicos pueden considerarse internos⁵. Sin embargo, dado que el estudio de los fenómenos y procesos económicos suele requerir la acotación de subsistemas internos al sistema capitalista, el análisis necesita remitir a la clasificación de elementos internos y externos respecto a dichos subsistemas.

ii) Identificación y tratamiento adecuado de los elementos: su lugar específico dentro del sistema. Dada la multiplicidad de dimensiones que conforman la realidad económica, su análisis obliga a su identificación, al menos de las más importantes. Al hacerlo, se constata que esta realidad no es aislable de los objetos de estudio de otras disciplinas, sino que existe, de hecho, una gran porosidad entre los ámbitos de análisis de

⁴ Nos referimos exclusivamente al planteamiento que dentro del análisis económico se autodenomina enfoque estructural, sin entrar en sus vínculos teóricos con la aplicación de enfoques que reciben el mismo nombre en otras disciplinas (filosofía, lingüística, sociología, entre otras), a pesar de que sabemos que dichas relaciones existen. Nuestras referencias más inmediatas son Sampedro (1961), Castro y Lessa (1970), Sampedro y Cortiña (1973) y Albuquerque (1981). Nuestro enfoque también presenta gran afinidad con lo que Palazuelos (2000: 115-132 y 224-226) denomina enfoque sistémico.

⁵ No se debe obviar, sin embargo, que el sistema que constituye la realidad económica se inscribe en sistemas de alcance superior, en particular, en el sistema ecológico (Martínez González-Tablas, 2007: 20-35 y 68-141).

unas y otras. Se hace así necesario incorporar categorías y planteamientos de otros ámbitos de estudio, lo que no ha de interpretarse como un desplazamiento del objeto propio del análisis económico, sino como una necesidad que se deriva, precisamente, de situar en el centro del análisis la realidad económica atendiendo a su complejidad. Por otra parte, según señalábamos, los elementos o dimensiones que conforman la realidad económica no presentan naturalezas análogas, por lo que no es posible una mera adición de elementos, sino que el análisis requiere que se aborde cada uno de ellos según su propia naturaleza y el lugar que ocupa dentro del sistema.

Un ejemplo paradigmático de este último aspecto es la inclusión de “lo político” dentro del análisis económico. En primer lugar, queda claro que, al margen del problema de la subjetividad del investigador (ciertamente existente), la propia delimitación de nuestro objeto de estudio “obliga” a incorporar elementos de carácter político: la propiedad de los medios de producción, los mecanismos de distribución social del excedente o el poder con el que cuenta cada grupo social para lograr sus objetivos son condiciones fundamentales que configuran la realidad económica que nos proponemos analizar. Por tanto, en segundo lugar, la forma en la cual se aborda “lo político” ha de ir en concordancia con el lugar específico que ocupan estas cuestiones. En particular, dado que las cuestiones políticas, como las mencionadas, se sitúan en el origen mismo de la constitución de la estructura económica, no será suficiente con añadir la dimensión política (o institucional) como si de un ingrediente más se tratase, aunque esta fórmula sea útil para incorporar de forma ordenada elementos históricos concretos que han de considerarse. Es preciso, sin embargo, partir de una perspectiva que incorpore “desde el principio” los elementos que permiten abordar ese tipo de cuestiones. Por ejemplo, frente a los análisis que toman al individuo como unidad de análisis, constatamos que la mayor parte de fenómenos y procesos relevantes para la investigación económica implican a sujetos colectivos, y más en concreto, que en una sociedad capitalista el sentido de dichos fenómenos y procesos sólo sale a la luz si se analizan desde una perspectiva de clase.

iii) La importancia de las relaciones. Como el objeto de estudio que se propone el análisis económico toma la forma de sistema, cobra particular importancia la identificación y el análisis de las relaciones que vinculan a cada uno de los elementos. Son estas relaciones las que permiten visibilizar el lugar específico de cada uno de ellos y su función dentro del conjunto. Además, como el objetivo es que estas relaciones nos informen sobre la naturaleza del sistema, es necesario priorizar la identificación y el análisis de aquéllas que presentan mayor grado de permanencia. De esta forma, el análisis de la realidad económica requiere de la distinción clara entre los aspectos que se pueden considerar

coyunturales y aquellos otros de carácter más estructural, que son los que dan las claves sobre la consistencia y la lógica sistémicas.

iv) Un tratamiento adecuado de lo dinámico. Partiendo de que los procesos de transformación y cambio son consustanciales a la realidad económica, entendemos que su análisis aporta información muy relevante sobre su naturaleza. Es por tanto necesario, por un lado, adoptar un enfoque que sea capaz de aprehender la dinámica inherente a nuestro objeto de estudio; en realidad, casi cualquier objeto que nos propongamos toma la forma de proceso histórico: las causas y los efectos no suelen coincidir temporalmente, lo que remite a preocuparse por la génesis histórica de la realidad que analizamos y el mero paso del tiempo se convierte en causa importante para la explicación de algunos procesos, por lo que hay que tomarlo en consideración. Pero simultáneamente, dado que el devenir de la realidad económica no está genéticamente inscrito en ella, se debe ser muy cauto en este sentido: hay que contar con que tenemos serias limitaciones para poder establecer extrapolaciones entre unas experiencias históricas concretas y otras; en ocasiones es necesario “esperar” antes de poder realizar una caracterización adecuada de un fenómeno o un proceso; y, por último, todas las precauciones que se tomen para formular previsiones sobre la futura dinámica económica y social son pocas.

v) La complejidad requiere delimitaciones precisas. Aunque la referencia a la unidad que dota de sentido a las distintas realidades económicas (el capitalismo y su funcionamiento a escala mundial), es el punto de partida ineludible para el análisis económico, a la vez, la complejidad de estas realidades requiere una concreción considerable. La multiplicidad de elementos a tener en cuenta, su mutabilidad, las distintas interrelaciones que se establecen, el carácter no predefinido de su dinámica, etcétera, requieren delimitaciones rigurosas. Eso no significa que sean inválidos objetos de estudio amplios; no se establece una idoneidad de objetos de estudio en función de su “amplitud”. De lo que se trata es de que, en cualquier caso -tanto si se estudia la internacionalización del capital financiero en el siglo XX como si se analizan las dificultades de las empresas brasileñas del sector textil para acceder al crédito bancario entre 1993 y 1997-, la especificación de los elementos y las relaciones que configuran cada objeto de estudio específico ha de ser muy precisa.

1.3. Referentes teóricos básicos

Una vez precisado el objeto de estudio y las referencias generales del enfoque metodológico que considerábamos más apropiado para llevar adelante la investigación, surgió la necesidad de plantearse cuáles eran los referentes teóricos que proporcionaban mayor y mejor capacidad analítica. En primera instancia, tales referentes concernían a tres ámbitos principales: el funcionamiento económico capitalista, el tratamiento de la dimensión monetario-financiera, y el subdesarrollo como realidad económica específica. Eran ámbitos teóricos en los que esta investigadora disponía de grados de conocimiento dispares, por lo que fue preciso aplicarse en conocer más en profundidad los fundamentos que sostenían las tesis de las distintas escuelas y corrientes de pensamiento, con el fin de establecer cuáles eran más fértiles para el análisis concreto de la inserción externa de la economía brasileña, principalmente en su dimensión financiera, y su incidencia sobre la dinámica interna. En ese sentido, las formulaciones que han proporcionado el bagaje teórico a esta investigación son las siguientes.

1.3.1. Una mirada desde la economía política: el análisis del proceso de acumulación capitalista

Desde que a finales del siglo XIX la promoción del enfoque marginalista instituyera la hegemonía de lo que desde entonces se convirtió en el pensamiento económico dominante, los análisis de la realidad económica acordes con los principios de método señalados en el apartado anterior se realizan en los márgenes de la Academia. Esta investigación, por tanto, se enmarca dentro del amplio y heterogéneo ámbito de la economía heterodoxa.

En particular, frente a los preceptos teóricos y las preocupaciones del análisis económico que reivindica para sí la denominación de *economics*⁶, este trabajo se ubica en la órbita de la economía política, ya que adopta buena parte de las aportaciones sobre el estudio del funcionamiento económico capitalista que realizaron autores clásicos como Smith (1776), Ricardo (1817) y, fundamentalmente, Marx (1867)⁷. A pesar de su cuestionable objetivo de descubrir en el funcionamiento económico leyes equiparables a las que rigen el mundo natural, y aunque para atender a dicho objetivo construyen esquemas interpretativos en

⁶ Las características básicas del enfoque marginalista en el cual se basa la economía ortodoxa son el individualismo metodológico, el uso de simplificaciones extremas de la realidad y la total ausencia de contraste empírico, que se mantiene a pesar de la adscripción nominal del marginalismo al positivismo.

⁷ Conviene aclarar que el estudio de *El Capital* se ha realizado a partir de la edición española realizada por Siglo XXI en 1976.

los que incluyen elementos de dudosa validez, estos autores fijan su atención en un tema que consideramos central para la comprensión de la realidad económica capitalista: el proceso de acumulación de capital. Además, realizan ese análisis atendiendo, de forma integrada, a sus tres dimensiones principales⁸: la generación de excedente económico, que según estos autores acontece en el ámbito de la producción y no a través de la circulación de mercancías; la distribución de ese excedente entre los distintos grupos sociales, reparando en cómo la conformación de la renta en salarios y beneficios es un determinante fundamental que explica el uso que cada sociedad da al excedente que genera; y, en tercer lugar, las condiciones bajo las cuales el excedente existente se reincorpora al proceso de generación de nuevo excedente, es decir, la mecánica reproductiva del proceso de acumulación de la cual se deriva el crecimiento económico.

Este tipo de enfoque o mirada sobre el movimiento económico de las sociedades capitalistas aporta, desde nuestro punto de vista, elementos básicos para un adecuado análisis de los fenómenos y procesos económicos. La búsqueda de “leyes” económicas, aunque predetermine un análisis excesivamente mecanicista, prioriza y posibilita la investigación acerca de la estructura económica, en el sentido de que concibe el objeto del análisis económico como un ente organizado. El tratamiento de la distribución de la renta no como un subproducto del proceso de crecimiento económico, sino como un elemento que influye directamente sobre las condiciones en que se produce la acumulación, permite un análisis que incorpora “desde el principio” elementos de naturaleza sociopolítica que configuran el objeto del análisis. Por último, la atención prestada a la dimensión dinámica del proceso económico, en conjunción con el interés por descubrir la “naturaleza intrínseca” de dicho proceso, enfatiza adecuadamente la importancia de identificar las regularidades y las tendencias del capitalismo en el largo plazo. Buena prueba de la fertilidad de la propuesta interpretativa clásica nos parece la relevancia de los asuntos económicos a los que estos autores dedicaron mayor atención: el papel de la tasa de rentabilidad, el progreso técnico, la especialización productiva, las condiciones que determinan el nivel de salarios, etcétera.

Aunque Marx concibe su trabajo como crítica a la economía política⁹, o más bien precisamente por ello, son sus aportaciones las que nos resultan más valiosas. El edificio teórico marxista es una construcción de innegable originalidad y brillantez, lo cual no es

⁸ Sobre las aportaciones de los economistas clásicos al análisis económico recomendamos Blaug (1968), Naredo (1987) y Palazuelos (2000: 25-30 y 145-162).

⁹ Este aspecto explica que algunos autores especializados en la materia, como Rima (1995), no consideren a Marx parte de la escuela clásica, a pesar de que las coordenadas teóricas en las que basa su análisis y con las que “discute” son las de Smith y Ricardo.

óbice para que se encuentre plagado de puntos oscuros y debilidades que, desafortunadamente, han sido tomados como señas de identidad por buena parte de la tradición marxista. Marx, por una parte, adopta y afina lúcidamente algunos de los elementos analíticos más fructíferos que aporta la economía clásica a la que él critica. Por ejemplo, es su obsesión por “descubrir” las leyes de la sociedad moderna lo que le lleva a construir un potente esquema analítico que, a grandes rasgos, da cuenta de los aspectos más relevantes que definen el “orden interno” de la estructura económica capitalista. Aun con sus inconsistencias, consideramos que no hay una explicación más completa y precisa de la “lógica del capital”, lo cual no puede menos que considerarse una aportación esencial para el análisis económico. Otro ejemplo del valioso legado marxista es la integración teórica de elementos técnico-productivos y socio-políticos a partir de la cual este autor fundamenta su análisis. El exponente paradigmático de esa integración es su concepción de la tasa de ganancia: es una variable central dentro de la dinámica económica capitalista y se relaciona directamente con la tasa de plusvalía o de explotación e inversamente con lo que denomina la composición orgánica del capital. Por último, también retoma certeramente del análisis clásico la idea de que los sujetos relevantes para el estudio de la realidad económica son de tipo colectivo y se definen en función de su posición dentro del proceso de generación de excedente; en particular, la posesión o no posesión de medios de producción, es decir, la distinción entre capitalistas y trabajadores, es la consideración básica a partir de la cual desarrollar el análisis.

Por otra parte, la perspectiva de Marx introduce novedades o establece rupturas respecto a los demás economistas clásicos en cuestiones que también consideramos centrales. En primer lugar, cabe destacar su concepción de la realidad económica, el capitalismo, como un objeto de naturaleza histórica y, por tanto, ni inmutable ni eterno. También aprehende, y de hecho sitúa en el centro de su análisis, el carácter no sólo dinámico, sino inherentemente conflictivo del orden social capitalista. Por último, explicita perfectamente el objetivo al cual responde su tarea investigadora, que no es, como para la mayor parte de los economistas de su época, el mantenimiento del orden social establecido sino, precisamente, su transformación radical.

La influencia de las aportaciones de Marx en nuestra concepción y modo de analizar el funcionamiento económico capitalista es lo suficientemente importante como para que, desde nuestro punto de vista, se pudiera encuadrar el análisis que realizamos dentro de la tradición marxista. No ignoramos, sin embargo, las múltiples y profundas diferencias entre nuestro enfoque y algunos elementos del análisis marxista y, más aun, respecto a la mayor parte de los autores y trabajos que se inscriben en esa tradición teórica. Por

ejemplo, según se deduce de nuestra concepción no predefinida del devenir económico, nos distanciamos tajantemente de las versiones deterministas del marxismo. En realidad, nuestro alejamiento de los principios filosóficos asumidos por la mayor parte de los marxistas es aún más hondo, ya que descartamos tanto el “materialismo histórico”, entendido como una especie de “ciencia de la historia universal”, como la supuesta “lógica dialéctica” que le serviría de fundamento¹⁰. Por último, consideramos que las disquisiciones respecto a la teoría del valor se fundan en un universo teórico ubicado entre la filosofía y la antropología (Alegre, 2007), ámbito al cual, sencillamente, nuestra limitada formación no nos permite acceder. De hecho, en abierta contradicción con lo que suele considerarse el pilar del análisis marxista, en esta investigación ni siquiera hemos tratado de superar los obstáculos operativos que habríamos encontrado de habernos propuesto fundamentarla a partir de la teoría del valor trabajo.

A nuestra lista de objeciones al marxismo ortodoxo hay que añadir un elemento que, quizás, oscurezca adicionalmente nuestra particular posición: apoyamos también nuestra investigación en otros fundamentos teóricos que, aunque son coherentes con lo que entendemos que es el esquema de análisis amplio que es pertinente rescatar de los planteamientos de Marx, tienen procedencias teóricas dispares. Esta necesidad no surge sólo al buscar elementos analíticos adecuados para tratar los asuntos monetarios y financieros o la cuestión del subdesarrollo, como veremos en los dos próximos apartados, sino que se detecta incluso al intentar dotarnos de una perspectiva desde la cual analizar, de forma genérica, el proceso de acumulación capitalista. Como se evidencia a lo largo de la Tesis, nuestro análisis parte de una visión del proceso económico que atiende a la importancia de elementos de demanda que, en conjunto, cabe considerar que no fueron adecuadamente tratados por los economistas clásicos. En particular, las aportaciones de Kalecki (1977) respecto al lugar central que juega la inversión dentro de la dinámica capitalista, así como su análisis de su doble papel dentro del funcionamiento económico – como componente de la demanda y como determinante de la capacidad productiva- son, como se evidencia en el capítulo 2, fundamentales para el desarrollo de nuestra investigación.

¹⁰ De entre las lecturas que el marxismo heterodoxo ha realizado en ruptura con las interpretaciones de *El Capital* en clave dialéctica y de filosofía de la historia, recomendamos fundamentalmente Fernández Liria (1998), pero también Martínez Marzoa (1983), Bensaid (2003) y Heinrich (2008).

1.3.2. El papel de las finanzas en el funcionamiento económico: de la escuela bancaria a la financiarización

El estudio de los elementos teóricos referentes al tratamiento de lo financiero se inició intentando identificar las propuestas que integraran su análisis dentro de un marco analítico amplio y que explicara convincentemente el funcionamiento económico general. En síntesis, se buscaban enfoques que explicaran lo financiero como una pieza dentro del sistema al cual pertenece. En una primera aproximación constatamos que el desarrollo teórico de estas cuestiones era discontinuo y confuso; ni siquiera resultaba fácil distinguir las distintas propuestas teóricas relevantes ni las controversias precisas que definían a unas frente a otras. Sólo y en cierta medida el enfoque ortodoxo neoclásico mostraba una formulación homogénea y expuesta con claridad¹¹. En cambio, entre las corrientes heterodoxas reinaba la profusión y la diversidad de planteamientos. Ante la multitud de aportaciones y la dificultad para identificar entre ellas las propuestas teóricas significativas (relevantemente distintas entre sí), se optó por buscar un hilo conductor que permitiera cierta sistematización. Siguiendo la propuesta de Wray (1990) y de Rochon (1999), establecimos como eje delimitador la relación que cada enfoque definía entre la dimensión monetario-financiera (o el dinero) y el funcionamiento económico general, lo que nos permitía distinguir entre enfoques exógenos y endógenos.

A finales de los años ochenta, algunos autores postkeynesianos especializados en temas monetarios (teóricos del circuito y horizontalistas, sobre todo), acuñaron el nombre de "enfoque endógeno" como autorreferencia que les permitía diferenciarse de las interpretaciones keynesianas ortodoxas. Pero definido de una forma más amplia, este enfoque agrupa no sólo a estos autores, sino a una trayectoria teórica cuyo origen suele ubicarse en los años cuarenta del siglo XIX, a raíz de la polémica entre el principio monetario y la escuela bancaria sobre si era posible emitir billetes en exceso y así incrementar artificialmente el nivel de precios¹². Según el principio monetario, era la cantidad de dinero en circulación lo que determinaba el precio, mientras que la escuela bancaria sostenía que era el precio de las mercancías lo que determinaba el dinero en circulación, siendo los créditos bancarios, más que la emisión de moneda, lo que explicaba la expansión monetaria.

¹¹ Dentro del enfoque neoclásico merecen mención especial los autores monetaristas. Si bien sus planteamientos teóricos coinciden con los neoclásicos (ambos mantienen en última instancia la neutralidad del dinero para el funcionamiento económico), los monetaristas se distinguen por trasladar, coherentemente, las implicaciones de este análisis al ámbito de la política económica, mientras que otros autores neoclásicos, partiendo del mismo enfoque, defienden la aplicación de medidas de política económica de corte keynesiano.

¹² Profundizan en esta polémica y en su relevancia teórica Marx (1867: volumen 7) y Wray (1990: capítulo 4).

A partir de esta primera controversia es posible rastrear el recorrido histórico de ambos planteamientos. Por un lado, el esquema del principio monetario -seguidores de la teoría ricardiana del dinero- ha sido desarrollado por los neoclásicos y keynesianos ortodoxos (*new keynesian*)¹³. Los clasificamos como enfoque exógeno porque consideran que la dimensión monetaria y financiera es sólo un “velo” que no incide en el funcionamiento económico. Se caracterizan por atribuir carácter exógeno a la oferta de dinero¹⁴ y a partir de ahí, suponiendo mercados competitivos y agentes “racionales” (en el sentido de expectativas racionales), concluyen que el dinero “no importa”: los valores nominales sólo son relevantes si existe ilusión monetaria, por lo que no influyen en la determinación de los niveles de equilibrio de las variables económicas fundamentales en el largo plazo.

Por otra parte, a partir de la posición defendida por la escuela bancaria surge una línea de aportaciones que conforman el enfoque endógeno. Comienza con las contribuciones clásicas de autores como T. Tooke, J. S. Mill y Marx, avanza con los planteamientos de Keynes¹⁵, y llega a la actualidad con las propuestas marxistas¹⁶, de los teóricos del circuito¹⁷ y otros postkeynesianos heterodoxos¹⁸. A pesar de sus (importantes) diferencias estas propuestas comparten un sólido sustrato común que nosotros adoptaríamos como referencia teórica básica: el rechazo radical a la neutralidad del dinero con respecto al funcionamiento económico. Este rechazo se materializa en dos puntos de partida analíticos:

El primero es la relación orgánica entre la “economía real” y la dimensión monetario-financiera. El dinero juega un papel central en el funcionamiento económico, por lo que hay que incluirlo en el centro del esquema teórico. A diferencia del enfoque exógeno, cuya construcción analítica comienza con un modelo de intercambio al que posteriormente se añade la dimensión monetaria, se insiste en la necesidad de incluir el dinero “desde el principio”. Este énfasis se resume en la forma en la que algunos autores definen su objeto de estudio: la economía capitalista monetaria de producción.

¹³ Son obras paradigmáticas del enfoque exógeno Fisher (1911) y Friedman (1969). Críticas fundamentadas al mismo se pueden encontrar en Desai (1981) y Palley (1991).

¹⁴ Consideran que es la autoridad monetaria quien determina la cantidad de dinero existente y que los bancos comerciales ajustan su estructura de activos y pasivos según ésta aumente o disminuya sus reservas.

¹⁵ Los postkeynesianos que se reivindican del enfoque endógeno estiman que es más adecuada la interpretación del pensamiento monetario de Keynes a partir de sus artículos publicados en *Economic Journal* entre 1937 y 1939 que a partir de su *Teoría General* de 1936.

¹⁶ Sobre los planteamientos monetarios de los principales autores marxistas especializados en estos temas recomendamos Brunnhoff (1975 y 1976), Trevor (2000) y Gill (2002).

¹⁷ Sobre estos autores recomendamos Lavoie (1984), Rochon (1999), Parguez y Secareccia (2000) y Febrero (2001).

¹⁸ Destacan Rosseaus (1986), Palley (1991), Arestis (1992) y Lapavitsas (2000). También se puede consultar Piégay y Rochon (2006) y King (2009).

El segundo es el tratamiento endógeno de la oferta de dinero¹⁹. Hay distintas formas de entender dicha “endogeneidad”, pero todas parten de que la oferta de dinero no es independiente de su demanda. De ahí se deriva que la creación de dinero es resultado de las necesidades de la dinámica económica; en concreto, depende del nivel de beneficios esperado, y así de la inversión. Este tratamiento de la oferta de dinero permite mantener el vínculo orgánico entre economía real y dimensión monetaria y financiera.

Conviene señalar que este denominador común no exime a las distintas propuestas teóricas que forman el enfoque endógeno de una gran heterogeneidad, que se evidencia en las controversias abiertas en torno a disyuntivas teóricas importantes. Por ejemplo, es de especial interés la problemática existente en cuanto a la forma de “endogeneizar” el dinero: mientras casi todos los autores marxistas insisten en conceptualizar el dinero como una mercancía con valor intrínseco, la mayor parte de los postkeynesianos optan por tratar el dinero como deuda. En cualquier caso, esta investigación parte de una concepción que se inscribe en los planteamientos generales del enfoque endógeno. A continuación señalamos elementos teóricos más acotados que, compartiendo este punto de partida, contribuyeron a desarrollar el bagaje analítico sobre estas cuestiones.

a) La tendencia intrínseca del capitalismo al sobreendeudamiento: la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky²⁰. Esta hipótesis explica la secuencia a través de la cual una economía financieramente sana, como resultado de su lógico funcionamiento y a través de los efectos que provocan las necesidades financieras de las empresas en un contexto dinámico, va deteriorando sus condiciones financieras hasta convertirse en una economía frágil, entendiendo por economía frágil aquella con gran propensión a ser afectada por un *shock* en otras circunstancias irrelevante. Su planteamiento supuso una forma novedosa y lúcida de introducir la dimensión financiera en el análisis de la dinámica inherentemente cíclica del capitalismo, en coherencia con los planteamientos de Keynes y Kalecki. De hecho, más allá del alcance de sus proposiciones concretas, esta hipótesis ha sido asumida como esquema de análisis general para el tratamiento de las finanzas por un buen número de autores²¹.

¹⁹ Algunos autores incluso consideran que dado que la oferta monetaria viene totalmente determinada por otros elementos, el concepto como tal carece de sentido.

²⁰ Explícitamente planteada en Minsky (1992 y 1993), aunque también recomendamos sus trabajos publicados en 1982 y 1986. Este autor parte del concepto de dinero como deuda (el grueso de dinero es creado por las instituciones financieras para atender las necesidades de las empresas) y sostiene un planteamiento básicamente horizontalista respecto a la oferta de dinero, pero con peculiaridades respecto a la determinación de los tipos de interés a corto plazo.

²¹ Una parte significativa de los postkeynesianos especializados en temas monetarios y financieros reivindican sus orígenes “minskyanos”. Kregel (1992 y 2001) se propone, explícitamente, completar la hipótesis de Minsky

Nuestra investigación se ha servido de dos aportaciones principales. Por un lado, la idea genérica de lo que es una economía financieramente frágil: según Minsky, aquella cuyas condiciones financieras la colocan en una situación de vulnerabilidad frente a *shocks*. Según planteamos primero en el capítulo 3, en referencia a la situación generada a finales de los años setenta, y posteriormente en los capítulos 8 y 11, ya respecto a nuestro objeto de estudio central, la noción de vulnerabilidad en sí misma, al margen de cuándo y cómo se materialice en crisis (incluso en el caso de que no lo haga), es fundamental para el desarrollo de esta investigación. Por otra parte, también es fértil la idea de que es el normal comportamiento de las empresas e intermediarios financieros, y así, la interacción entre el dinero (o más ampliamente, la financiación), la inversión y la producción, lo que genera el deterioro financiero. En este sentido, y a pesar de que el planteamiento de Minsky no está particularizado para el contexto histórico que a nosotros nos ocupa, podríamos considerarlo un precursor de los actuales análisis de la financiarización.

b) La controversia entre horizontalistas y estructuralistas: la “endogeneidad institucional” y la necesidad de la concreción histórica. Una de las vetas teóricas más prolíficas respecto al tratamiento del dinero y las finanzas surge de los debates abiertos entre los autores postkeynesianos, en particular entre los denominados horizontalistas y los estructuralistas²². El objeto inicial de discusión es la pendiente de la curva de oferta monetaria, lo cual remite al tema de la capacidad del banco central para generar reservas de forma autónoma y al papel de la gestión de pasivos por parte de los agentes financieros como forma de ampliar la oferta monetaria. Los horizontalistas, por su parte -entre los que destacan Moore (1986, 1988 y 2006), Lavoie (2002, 2005 y 2006), Palley (1994, 1996 y 2006) y la mayoría de los teóricos del circuito-, defienden la “endogeneidad” completa de la oferta monetaria: son las necesidades financieras de las empresas, atendidas en su totalidad por el sistema financiero gracias a su capacidad para crear dinero “de la nada”, las que determinan el crédito (esto es, el dinero) existente. Los bancos centrales son “acomodaticios”, es decir, siempre proveen de las reservas demandadas por los agentes financieros, por lo que la oferta monetaria (u oferta de crédito) es infinitamente elástica: siempre es horizontal²³.

para el tratamiento de economías abiertas, para lo cual introduce dos elementos a la hipótesis original: los movimientos en el mercado de divisas y el tipo de interés internacional.

²² Mientras los primeros se basan en los planteamientos monetarios de Kaldor, los segundos reivindican los enfoques de Minsky. Se puede consultar Piégay y Rochon (2006) y King (2009).

²³ Los movimientos en el tipo de interés, que se considera una variable endógena, mueven en paralelo la oferta de crédito, que se mantiene horizontal en cualquier escenario.

Los estructuralistas -Davidson (1978 y 2002), Chick (1988 y 1993), Pollin (1991), Wray (1990 y 2006) y Dymski (1988 y 1992)-, por su parte, mantienen que tanto la capacidad de los agentes financieros para crear activos monetarios de forma autónoma, como la respuesta de los bancos centrales, dependen de condiciones institucionales. De esta forma, plantean que la “horizontalidad” de la oferta de crédito es un caso particular, una posibilidad que se hace efectiva en un contexto histórico determinado. En primer lugar, las estrategias del banco central (por ejemplo, de lucha contra la inflación), así como sus errores o dificultades para identificar la demanda monetaria de la economía, influyen sobre su grado de “acomodación”. En segundo lugar, los agentes financieros responden a las respuestas incompletas del banco central mediante la gestión de sus pasivos, pero las posibilidades de esta gestión dependen de aspectos institucionales, como el desarrollo de la innovación financiera o el marco normativo que regule y supervise su actividad. De ambos aspectos se deduce que el grado de “endogeneidad” de la oferta monetaria (esto es, la pendiente de su curva), viene determinada por condiciones históricas específicas.

Más allá de las posiciones respecto a la naturaleza de la oferta de dinero (inexistente, horizontal u horizontal sólo en su primer tramo) y sus implicaciones para la determinación de los tipos de interés a corto plazo, lo que nos interesa del planteamiento estructuralista es la idea de que lo que es y lo que no es dinero, así como la relación que se establece entre la creación de dinero y las necesidades de financiación de los agentes no financieros, dependen del contexto histórico. Así, a partir de los planteamientos genéricos sobre la cuestión monetaria y financiera del enfoque endógeno, rescataríamos la necesidad de concretar nuestra fundamentación analítica para el contexto económico actual. Las siguientes aportaciones teóricas se inscriben ya dentro de este objetivo.

c) Las finanzas neoliberales desde una perspectiva de clase: hegemonía financiera y recomposición social. Los elementos más importantes para la fundamentación analítica del papel de las finanzas en el contexto histórico actual los obtuvimos de una serie de autores de procedencia teórica heterogénea. Algunos de ellos son marxistas, como Husson (1997, 2002 y 2008a y 2008b), Duménil y Lévy (2000, 2004 y 2005) o Chesnais (2001 y Plihon, 2003). Los demás, entre los que destacan Onaran (2004 y 2005), Epstein (2005 y Abrena *et al.* 2003 y 2007), Crotty (2000, 2005 y 2007) y Palley (2007), o no se inscriben explícitamente en un enfoque teórico o se autodenominan “postkeynesianos radicales”. Pero todos ellos, a excepción de Palley, se inhiben de participar en los debates teóricos sobre cuestiones monetarias²⁴. Su denominador común

²⁴ Consideramos, sin embargo, que todas sus contribuciones son coherentes con los planteamientos teóricos del enfoque endógeno.

es que atienden al papel que juegan las finanzas en el contexto económico actual desde una perspectiva de clase. Es decir, parten de un enfoque que identifica a los grupos sociales que intervienen o se ven afectados por el proceso que analizan; en particular, no establecen su análisis en términos de “finanzas” vs. “economía real”, sino a partir del papel del capital financiero, el productivo y la clase trabajadora.

Las aportaciones de esta perspectiva para nuestra investigación se pueden sintetizar en tres. La primera, es que relaciona la caracterización del contexto económico actual (el neoliberalismo) con la capacidad del capital financiero para, en una condiciones históricas específicas, imponer al resto de grupos sociales sus intereses; en concreto, interpretan la aplicación del programa neoliberal como una de las respuestas posibles a la crisis de rentabilidad de los años setenta. Resumidamente, la importancia que a partir de los años ochenta cobra “lo financiero” dentro del funcionamiento económico es, por tanto, un resultado político y contingente (Duménil y Lévy). Derivada de esta primera aportación, la segunda consiste en que esta perspectiva arroja luz sobre la “dirección” del proceso analizado: el ascenso del capital financiero no es arbitrario ni un resultado casual, sino que logra una recomposición económica y social favorable a los intereses que tuvieron la capacidad política de imponer su “agenda”. Por último, la perspectiva de clase y el consiguiente análisis en términos de grupos sociales que captan ingresos sugería la consideración de aspectos que resultaron centrales en nuestra caracterización del nuevo contexto económico: el peso relativo de la renta financiera dentro de la renta nacional (Epstein), la distribución de renta entre empresas del sector financiero y del sector no financiero (Crotty) y la evolución de la participación de la masa salarial (Duménil y Lévy, Husson y Onaran), son los más importantes. En definitiva, nuestra perspectiva analítica sobre el papel de las finanzas en el contexto neoliberal, según se aborda en el capítulo 5 y se particulariza para el caso de ciertos países subdesarrollados en el capítulo 6, queda vertebrada a partir de estas aportaciones.

d) Los mercados financieros actuales: naturaleza especulativa y riesgo sistémico. Hay otro conjunto de autores, cuyo marco general de análisis difiere sustancialmente del nuestro, e incluso entre ellos, pero que sin embargo, incorporan reflexiones útiles para caracterizar la naturaleza de los mercados financieros actuales. Se trata de Eatweel y Taylor (2000), Arestis (2001), Davidson (2002) y Kregel (2004). En concreto, nos interesaron sus aportaciones sobre el carácter especulativo de esos mercados y la existencia de lo que llaman riesgo sistémico.

Estos autores parten de un análisis de la lógica financiera consistente con la teoría de la preferencia por la liquidez de Keynes, según la cual, la función fundamental de los mercados financieros en un mundo incierto es la de proveer de liquidez. Si el objeto del mercado de capitales –lo que explica que la propiedad y el control de los activos se escinda y dé lugar a intercambios organizados–, es la garantía de liquidez, son los sentimientos y creencias sobre un futuro por definición incierto lo que dominará su funcionamiento. Su dinámica depende de las impresiones que tengan los participantes en el mercado sobre lo que ellos mismos van a hacer, lo que en referencia a Keynes se califica como propio de un “concurso de belleza”²⁵. Por tanto, la característica básica de un mercado líquido es su ineficiencia: “*En el mundo real, los mercados líquidos no son eficientes y los mercados eficientes no son líquidos*” (Davidson 2002: 15)²⁶. Siguiendo la distinción keynesiana según la cual el término especulación se refiere a la actividad de prever las presunciones psicológicas que subyacen a un mercado financiero y el término empresarial a la actividad de pronosticar los rendimientos de los activos en el largo plazo, la mayor parte de la actividad asociada a los mercados financieros es especulativa (Davidson 2002: 106-107).

Por otra parte, las decisiones financieras se toman en un contexto de incertidumbre: no sólo la dinámica futura de los mercados es desconocida, sino que tampoco hay elementos objetivos que posibiliten la asignación de probabilidades a los diferentes escenarios futuros posibles²⁷. De esta forma, el nuevo entorno financiero se caracteriza por la existencia de un riesgo generalizado, permanente y que el mercado es incapaz de gestionar eficientemente. Este riesgo es calificado por Eatwell y Taylor (2000: 186-194) como riesgo sistémico. Lo interesante del planteamiento es que introduce la idea de que este riesgo no es soportado en su totalidad por quienes lo han asumido, por lo que tiene propiedades de externalidad: “*el riesgo sistémico es a los mercados financieros lo que el humo sucio al medio ambiente*” (ibid.: 17). Por consiguiente, en la medida en que los agentes que deciden el nivel de riesgo que introducen al sistema no soportan íntegramente los efectos negativos que se derivan de sus decisiones, porque podrán socializar sus pérdidas, la inestabilidad financiera, de por sí consustancial al funcionamiento capitalista, se agudiza.

²⁵ En alusión al paisaje de Keynes donde relata la lógica de un concurso de belleza en el que los participantes ganan si su voto acierta a dirigirse a la opción mayoritariamente elegida. Es una referencia recurrente en la literatura postkeynesiana.

²⁶ Según este planteamiento la forma de garantizar que un mercado de capital cumpla eficazmente la función de proveer liquidez es convirtiéndolo en un mercado “ordenado”, es decir, regulado (Davidson 2002: 181).

²⁷ Casi todos los autores postkeynesianos siguen la distinción que hace Keynes entre riesgo e incertidumbre y reivindican el uso de este último término, pero Eatwell y Taylor (2000) acuñan la expresión “riesgo sistémico”.

e) El debate en torno al capitalismo patrimonial. La discusión suscitada a finales de los años noventa por la obra de Aglietta (1998) *El capitalismo de mañana*²⁸ también aportó claves analíticas que conviene señalar. Entre los autores que participan en este debate, todos ellos franceses y vinculados en su mayoría al CEPREMAP, predominan aquellos que se incluyen en la escuela de regulación. No sólo es el caso del mismo Aglietta (1998, 2001a, 2001b; y Reberioux, 2004), sino también de Boyer (1998, 2000 y 2001), Petit (1999 y 2002) y Orléan (1999). Por otro lado, también son relevantes las aportaciones de otros especialistas que no pueden ser clasificadas dentro de ese enfoque, como Plihon (2004; y Jeffers, 2001; y Chesnais, 2003), Jeffers (y Plihon, 2001) y Chesnais (2001; y Plihon, 2003).

En síntesis, lo que planteaba Aglietta en su polémico libro es que un nuevo régimen de crecimiento²⁹, al que denomina "patrimonial", rige a escala mundial desde principios de los años ochenta, si bien, en toda su plenitud, sólo ha cristalizado en EEUU a partir de la década de los noventa. Lo más controvertido es que sostenía que dicho régimen terminaría dirigiendo el desarrollo de las sociedades asalariadas en todo el mundo y en condiciones de viabilidad económica y legitimidad social. Las características básicas del nuevo régimen de crecimiento serían la extensión del accionariado salarial, la importancia de los inversores institucionales en la gestión de las empresas y el nuevo papel de los mercados financieros en los ajustes macroeconómicos nacionales. Es por ello por lo que lo denomina "patrimonial": *"La denominación de <<régimen patrimonial>> hace referencia al papel preponderante que juegan los mercados de los activos que configuran la riqueza de los hogares en la determinación de los equilibrios macroeconómicos. También designa la extensión del accionariado salarial a través de la importancia que cobran los inversores institucionales en la financiación y gestión de las empresas, convirtiéndose en instancia primordial de la regulación de este régimen de crecimiento"* (Aglietta, 1998:14).

A partir de este planteamiento las controversias se multiplican; hay que señalar que ni se suscribe la propuesta original de Aglietta (que él mismo reformularía años después) ni buena parte de las posiciones. Pero sin embargo, el estudio de estos debates influyó notablemente en la forma en cómo abordaríamos la relación entre las finanzas y la dinámica económica. Su gran aportación radica, a nuestro modo de ver, en que estos autores sugieren una visión integrada: analizan, aunque no de forma sistemática, el impacto de la nueva lógica financiera sobre las empresas, las familias y el Estado. El análisis sobre la dinámica empresarial es el que se aborda con mayor profundidad,

²⁸ Curiosamente, esta publicación es de muy difícil acceso.

²⁹ El grueso del debate en torno al capitalismo patrimonial se establece en términos regulacionistas.

identificándose elementos de indudable importancia: las transformaciones en la estructura de la propiedad empresarial, el papel de la soberanía accionarial sobre la gestión de las empresas, las novedades introducidas por las fórmulas de gestión de los inversores institucionales, etcétera. El tratamiento del impacto sobre las familias y el consumo privado, sin embargo, nos parecía que arrastraba deficiencias de consideración; en este caso, el sesgo hacia el estudio de las economías anglosajonas derivaba en aseveraciones de imposible extrapolación al resto de realidades económicas e, incluso, de improbable sostenibilidad en el tiempo en esas mismas economías. En cuanto al Estado, la mayoría de los análisis no trascendían, en el mejor de los casos, las formulaciones excesivamente imprecisas. Sin embargo, el intento de aportar una visión de conjunto nos resultó en sí mismo de gran utilidad analítica. En particular, aquellos autores que proponen esquemas completos de este proceso (como Boyer, 2000), y a pesar de no compartir su contenido, resultaron extraordinariamente sugestivos.

En definitiva, en este apartado se han señalado los fundamentos teóricos básicos respecto al análisis de las finanzas en los cuales se sostiene esta investigación. El concepto de financiarización, que aunque imprecisamente definido comienza a ser utilizado por ciertos autores en estos últimos años, nos brindaba la oportunidad de abordar analíticamente la cuestión incorporando dichos elementos mediante una concreción que permitía abordar los dos aspectos que interesaban para el desarrollo de la Tesis: la caracterización del contexto económico internacional surgido a partir de los años ochenta, atendiendo particularmente a la expansión y la transformación del ámbito financiero y sus efectos en términos de surgimiento de una “nueva” lógica financiera (que denominaríamos “financiarizada”), y la forma en la cual este primer aspecto incide sobre la dinámica de funcionamiento económico (a lo que nos referiríamos como la “financiarización de la actividad económica”). No obstante, como se detalla en el capítulo 5, no suscribimos todas las aportaciones teóricas que reivindican el concepto de financiarización, sino que planteamos una acepción particular, que sin embargo, guarda afinidad directa con algunas de las aportaciones señaladas y con otras que se indican en ese mismo capítulo³⁰.

³⁰ En particular, como se explica en el capítulo 5, nuestra caracterización de la financiarización es próxima a la propuesta por autores como Stockhammer (2004 y 2007), Bruno (2005 y 2007), Epstein (2005), Husson (2006 y 2008) y Martínez González-Tablas (2007).

1.3.3. Capitalismo subdesarrollado e inserción exterior dependiente bajo las condiciones de la financiarización

El estudio de los trabajos teóricos que contribuirían a fundamentar la necesaria particularización de nuestro análisis para el caso de una economía subdesarrollada se inició antes de comenzar esta Tesis. Tanto los cursos de la especialidad, como los de doctorado y los pequeños trabajos de investigación que se presentaron en esos marcos, proporcionaron y orientaron la elección de los primeros elementos analíticos.

Una buena síntesis de lo que era nuestro punto de partida es la aproximación al concepto de subdesarrollo propuesta por Sampedro (1972): *“El subdesarrollo no es un problema interno de cada nación, sino un problema mundial. Ya se describa en términos de centro-periferia, de explotación imperialista, de neo-colonialismo o cualquier otro, el hecho es la subordinación o dependencia en que se encuentran los países subdesarrollados dentro del sistema. Esa dependencia bastaría para revelar que el subdesarrollo no es una etapa hacia el desarrollo, como otras situaciones. No es una antesala, sino un cuarto trasero, cuando no el sótano. El subdesarrollo es una situación final, como la orilla donde arriban los despojos del buque. Es, en fin, una segregación del desarrollo y elijo –entre aproximados sinónimos- el vocablo “segregación” porque tiene una doble acepción: la de ser una excreción, un exudado, como el hilo de la araña, y la de significar también un rechazo, una marginación”*.

El sesgo hacia el análisis de la dimensión externa, o dicho de otra forma, de la conexión de las economías subdesarrolladas con el sistema económico mundial, es patente, pero también coherente con nuestra perspectiva estructural, que enfatiza la importancia de la función de cada elemento dentro del sistema global. En cualquier caso, la perspectiva resultaba demasiado amplia; era preciso encontrar elementos analíticos más específicos y orientados hacia nuestro objeto de estudio (Brasil, años noventa, dimensión financiera de la dependencia externa). A continuación señalamos las aportaciones que colaboraron en dicha concreción.

a) Las especificidades estructurales de las economías subdesarrolladas. Aunque más o menos implícita en los trabajos de los llamados “pioneros del desarrollo” (Nurske, Resenstien-Rodan, Lewis y Singer)³¹, la delimitación del subdesarrollo como realidad

³¹ Aunque la distancia teórica con los “pioneros” es notable, también resultaron interesantes algunos planteamientos de estos autores, en particular, la idea de la “trampa del subdesarrollo” (Rosenstein-Rodan, 1943) y la de los “círculos viciosos” de Nurske (1955), que se puede considerar que inspiraron nuestra idea de

económica específica y singular queda más claramente definida a partir de las contribuciones de Prebisch (1949, 1976 y 1981). Desde esa delimitación, y aunque con premisas, argumentos y conclusiones distintos, surgen diferentes pero interconectadas contribuciones teóricas, de las que destacamos algunos trabajos realizados desde el estructuralismo de la CEPAL - Furtado (1965 y 1969), Sunkel y Paz (1973), Pinto (1967 y 1973), Tavares (1964 y 1972) y Dos Santos (1994)-, el enfoque de la dependencia - Baran (1961), Cardoso y Faletto (1971) y Amin (1974)- y, desde dentro y fuera de éste, ciertos autores marxistas³². Al margen de su heterogeneidad, estos análisis desarrollan dos aspectos que consideramos fundamentales para la comprensión de las economías subdesarrolladas: la especificidad interna de esas economías y su (dependiente) conexión con la economía mundial. Conviene destacar que el grueso de estos análisis se centra en el subcontinente latinoamericano y se orienta hacia la búsqueda de una “salida” para la situación de subdesarrollo de esa región.

En primer lugar, nos interesa rescatar ciertas contribuciones de estos autores respecto a la especificidad del funcionamiento interno de las economías subdesarrolladas, que pueden sintetizarse en lo que muchos de ellos denominaban su “heterogeneidad estructural”. Lo más relevante de este planteamiento es su idea de que el funcionamiento económico de las economías subdesarrolladas no es “imperfecto” o se “desvía” respecto a un estándar (las economías desarrolladas). Estas economías, sin embargo, presentan una estructura interna distinta, que se caracteriza por ser “estructuralmente” heterogénea (en el sentido de que conviven niveles de productividad muy dispares) y especializada (en la acepción de desarticulada). Su funcionamiento, en coherencia con esa estructura diferenciada, también es distinto.

Esta perspectiva saca a la luz elementos de crucial importancia para la caracterización de las economías subdesarrolladas: señala la existencia de fracturas económicas y sociales cada vez más hondas entre los distintos sectores productivos, grupos sociales y regiones; enfatiza adecuadamente el papel que juega la distribución de la renta, como resultado de las condiciones políticas y sociales imperantes a la vez que como causa de nuevos obstáculos al desarrollo, debido a sus impactos negativos sobre la inversión productiva y el consumo de la mayoría social; identifica la existencia de amplios grupos económicos, formados por gran parte del capital nacional, con propensión a desarrollar

límites estructurales entendidos como mecanismos autorreproductivos del subdesarrollo que exponemos en el capítulo 2.

³² Entre los estudios críticos que abordan las contribuciones de estos autores destacamos Guzmán (1976), Rodríguez (1980), Palma (1987) y Bustelo (1998).

comportamientos rentistas que no impulsan el proceso de acumulación³³; señala la necesidad de transformar la dinámica de acumulación a partir de un potente y sostenido proceso de industrialización; y detecta la importancia de que el Estado tome un papel activo y estratégico dentro de ese proceso de transformación³⁴. Como se verá, estas cuestiones son centrales en la caracterización que se realiza en el capítulo 2 acerca de los límites que de forma estructural bloquean el desarrollo brasileño, así como en el análisis del proceso de crecimiento registrado en 1950-1980 que llevamos a cabo en el capítulo 3.

En segundo lugar, los análisis de estos autores también aportan elementos interesantes respecto a la dependencia estructural que caracteriza a la inserción externa de las economías subdesarrolladas, así como sobre la importancia central de dicha inserción para su funcionamiento interno. El análisis del sistema mundial en términos de centro y periferia es especialmente esclarecedor: visibiliza la posición relativa que cada grupo de países ocupa dentro de una estructura global, y más en concreto, dentro de una estructura económica mundial jerarquizada; concibe el desarrollo y el subdesarrollo como dos manifestaciones de un único proceso, la acumulación de capital a escala mundial y sus resultados en términos de división internacional del trabajo; entiende el subdesarrollo como un producto histórico, resultado de la agresión y el expolio efectuado por los países imperialistas; e insiste en que las relaciones entre las partes del sistema, es decir, entre las economías centrales y las periféricas, son asimétricas y colocan a las segundas en una situación de dependencia que configura y reproduce su condición de subdesarrolladas.

Aunque se mantiene un posicionamiento crítico con algunas de estas ideas³⁵, en definitiva, el núcleo de la investigación que se presenta puede considerarse una aportación respecto al tipo específico de dependencia externa que Brasil gesta durante los años noventa. No obstante, en concordancia con el contexto histórico en el cual realizaban sus análisis, estos autores centran sus reflexiones en la faceta comercial de la dependencia externa. Nuestra investigación, sin embargo, precisaba de elementos analíticos más específicamente orientados hacia el análisis de la dependencia financiera o, aún más concretamente, hacia el tipo de dependencia financiera que gesta una economía subdesarrollada que se

³³ Sobre este tema recomendamos especialmente Baran (1961).

³⁴ Según se analiza en el capítulo 3, estos dos últimos aspectos conforman el núcleo de la llamada estrategia de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI).

³⁵ Discrepamos, sobre todo, de las visiones dependencistas que plantean una determinación mecánica de las estructuras internas por las externas. Por ejemplo: "*La variable estratégica del proceso de transformación estructural en la periferia es la naturaleza de sus vinculaciones con el centro, así como los cambios que ocurren en el centro y las reacciones que ello origina en la estructura socioeconómica de los países periféricos*" (Sunkel y Paz, 1973).

desenvuelve en el contexto internacional de los años noventa. A esta tarea contribuyeron los referentes analíticos que indicamos a continuación.

b) De las críticas al Consenso de Washington a las crisis financieras en los “emergentes”. El grueso de la literatura que sirve para fundamentar nuestra caracterización de la inserción financiera de las economías subdesarrolladas en el contexto histórico actual nace como reacción al discurso y las políticas impuestas desde los años ochenta por las instituciones financieras internacionales y el Tesoro de EEUU³⁶. Algunas de las voces críticas que nos aportan elementos relevantes surgen de economistas reconocidos por la Academia y que, incluso, ostentaron cargos directivos en los organismos que difunden e implementan este discurso dominante. Se trata, fundamentalmente, de Krugman (1995), Stiglitz (1998, 2002 y 2004), Rodrik (1998; y Velasco, 1999) y Eichengreen (2001; y Leblang, 2002). De sus contribuciones destacamos algunas cuestiones que pueden considerarse básicas: que las medidas impuestas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM) a los países subdesarrollados son favorables a los intereses del capital financiero internacional; que esas medidas se diseñan y se aplican de forma unilateral; y que, en la medida en que generan problemáticas adicionales, sus efectos son nocivos para las posibilidades de crecimiento y desarrollo de esos países.

Desde lo que se denomina “macroeconomía estructuralista”, autores como Taylor (1993; y Pieper, 1998), Helleiner (1998), Amsden (1992 y 2001), Lall (1994), Wade (2004) y Singh (1995 y 2003)³⁷, aportan elementos que apuntan en la misma dirección pero de forma más concreta. Por un lado, analizan de modo más sistemático los programas de estabilización y las medidas de apertura aplicados en estos países e identifican, acertadamente, buena parte de los efectos adversos que de ellos se derivan (Taylor y Helleiner), así como, en general, las contraindicaciones de las políticas “favorables al mercado” (Amsden, Lall, Wade y Sing). De sus análisis y conclusiones se pueden extraer enseñanzas útiles, entre las que conviene destacar tres: el imperativo de atender a la especificidad de cada caso, lo cual invalida la idoneidad de las “recetas” universales establecidas desde las instituciones de Bretton Woods; el gran coste social y el deterioro económico estructural que registran los países que se someten a dichas recetas; y, por último, el hecho de que esas medidas no sólo no facilitan, sino que, de hecho, dificultan la superación del subdesarrollo. Estos

³⁶ Como se explica con detalle en el capítulo 6, este discurso y sus correspondientes medidas (que registran cierta modificación desde los años ochenta hasta la actualidad) reciben el nombre genérico de “ajuste” o “Consenso de Washington”.

³⁷ La mayor parte de estos autores son postkeynesianos que se centran en el análisis de América Latina, Asia oriental y otros países subdesarrollados.

tres elementos (y las argumentaciones económicas en las que se sustentan) sirvieron de fundamento para buena parte de los razonamientos que exponemos en el capítulo 6, en concreto, aquellos referentes al diseño y la aplicación del “programa neoliberal” en los países subdesarrollados, así como para el análisis de sus efectos sobre la economía brasileña que se realiza en los capítulos finales de la Tesis.

Por otra parte, los trabajos que, según se explica en el apartado anterior, analizan el ascenso del capital financiero desde una perspectiva de clase, también aportaron claves fundamentales sobre el tipo de inserción financiera de los países subdesarrollados en la economía mundial. Según se expone en el capítulo 6, su enfoque permitió identificar el interés de los inversores internacionales por acudir a ciertas economías subdesarrolladas como parte de la estrategia que dichos agentes adoptan en el contexto de la crisis de rentabilidad surgida en los años setenta. Además, aquellos autores que, como Chesnais y Onaran, estudian países subdesarrollados, sugerían elementos para un análisis de los efectos del ajuste en términos de clases sociales particularizado para el caso de estas economías que también fueron tomados en consideración. Éstos se completaron con otras aportaciones de economistas brasileños como Carneiro (1999 y 2006), Carvalho (2000a), Bresser-Pereira (2003b y 2005) y Paulani (2006 y 2007), gracias a las cuales terminamos de identificar algunos aspectos centrales para nuestra investigación, como el lugar específico que ocupan los activos brasileños dentro de las estrategias de los inversores extranjeros y la forma concreta en la cual la confluencia de los intereses del capital financiero internacional y el brasileño deriva en la aplicación del “programa neoliberal” en Brasil.

Por último, el estallido de las crisis financieras a finales de los años noventa en algunos “emergentes” suscitó debates (en los que participan buena parte de los autores a los que nos referimos en este y en el anterior apartado) en los cuales proliferaron temas y argumentos de los que se nutren parte de los razonamientos que se exponen, fundamentalmente, en los capítulos 8 y 11. Las reflexiones en torno a la integración asimétrica de los distintos mercados financieros; la gestión de los tipos de interés y los tipos de cambio; la nueva naturaleza de los flujos financieros y su volatilidad potencial; la proliferación de nuevos frentes de riesgo financiero; la posición de vulnerabilidad financiera en que se colocan los países subdesarrollados abiertos a las entradas y salidas de capitales; y, por último, el “verdadero” papel que juega el Estado como creador y garante del marco favorable a los intereses financieros, son los ejemplos más importantes.

1.4. Formulación de las hipótesis

El avance en el estudio de las referencias teóricas que se detallan en el apartado anterior permitió que los interrogantes iniciales fueran tomando una forma más consistente. Por otro lado, el paulatino acercamiento empírico que íbamos haciendo a la realidad brasileña (lecturas, entrevistas, primeros viajes) también aportó claves fundamentales para la concreción analítica de la Tesis. A esto hay que añadir las primeras catas de datos y las continuas discusiones de trabajo mantenidas con el director de la investigación, lo que completa la variada gama de elementos de los cuales surgen las hipótesis que enunciaremos a continuación.

Hipótesis nº 1

Las referencias teóricas sobre las especificidades de las economías subdesarrolladas identifican la existencia de un problema estructural de ahorro interno como una particularidad relevante de sus procesos de acumulación; en particular, la deficiencia estructural de ahorro interno dificulta que se produzca una ampliación significativa del proceso de acumulación. En esa medida:

→ *Los episodios de crecimiento registrados por la economía brasileña se basan en la captación de ahorro externo, es decir, en el aumento significativo de entradas de capital extranjero.*

Hipótesis nº 2

Los mismos planteamientos analíticos apuntan que la posición de los países subdesarrollados en la economía mundial es subordinada y dependiente, y que dicha dependencia es un factor explicativo importante en la reproducción de su condición de subdesarrollados. Cabría por tanto suponer que:

→ *Los episodios de crecimiento brasileños resultan en un deterioro de las condiciones estructurales de la economía del país.*

Hipótesis nº 3

Los elementos analíticos considerados pertinentes respecto a la caracterización de las finanzas en el contexto histórico actual indican que buena parte de los flujos de capital que se mueven a escala mundial lo hacen guiados por el objetivo de valorizarse en el menor período de tiempo posible, y este sesgo por la inmediatez se agudiza en el caso de los flujos que optan por dirigirse a los “emergentes”. Entonces:

→ *Si en el caso brasileño se verifica el predominio de la recepción de inversión extranjera de carácter financiero durante los años noventa, la incorporación de Brasil a los mercados financieros internacionales conlleva una mayor vulnerabilidad ante los factores financieros exteriores*

Hipótesis nº 4

Muchos de los trabajos sobre financiarización sostienen que, en algunos casos, la lógica propia de los mercados financieros es capaz de imponerse al resto de la actividad económica, supeditando al Estado, las empresas del sector no financiero y las familias. En ese caso:

→ *La entrada en Brasil de un gran volumen de capital financiero internacional deriva en que el conjunto de la actividad económica del país quede subordinado a su lógica.*

Hipótesis nº 5

Esas mismas referencias teóricas invitan a plantearse ciertas dudas sobre que la expansión de los mercados financieros asociada a la financiarización resulte en una mejora de su funcionalidad dentro del proceso de acumulación (financiación de inversión productiva y del consumo de la mayor parte de la sociedad). Cabría entonces sostener que:

→ *El crecimiento del sistema financiero brasileño no se orienta hacia al estímulo de las actividades productivas y, en esa medida, no promueve la superación de los problemas estructurales que arrastra una economía no desarrollada como la de Brasil.*

1.5. Estructura de la Tesis y método de trabajo

El proceso de elaboración de la Tesis se centró en la búsqueda de respuestas a las hipótesis planteadas. En primer término, se localizaron y analizaron los episodios de crecimiento de la economía brasileña, tomando como punto de partida la experiencia conocida como Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI). Se encontraron así dos períodos de crecimiento, en los que indagamos en la relación entre el crecimiento registrado y las entradas de capital extranjero, sus implicaciones para la dinámica interna y las causas que condujeron al colapso de ese crecimiento. En segundo término, el análisis se centró en el comportamiento de la economía brasileña desde los primeros años noventa, por entender que era en ese momento cuando se pone en marcha una nueva estrategia de captación de ahorro externo basada en las recetas del “Consenso de Washington”, y se indagó en la relación existente entre las fases de mayor crecimiento (1993-1997) y estancamiento (1998-2003), con la entrada de capital financiero internacional, la vulnerabilidad externa de la economía y la financiarización de su dinámica interna.

Finalmente, el conjunto del análisis y los resultados obtenidos tomaron la estructura que conforma esta Tesis, cuyo resumen se ilustra el diagrama que incluimos al final de este apartado. La Tesis tiene dos fundamentos de partida que vertebran la investigación y que situamos en las esquinas superiores del diagrama: los elementos estructurales que explican la reproducción del subdesarrollo brasileño (CAPÍTULO 2) y la caracterización del contexto financiero internacional vigente desde los años noventa (CAPÍTULO 5). Desde ambos se desarrollan los elementos necesarios (CAPÍTULOS 3, 4 y 6) para abordar nuestro objeto de estudio. La aplicación, ya en los años noventa, de una nueva (aunque sustancialmente distinta) estrategia de crecimiento basada en la captación de ahorro externo (CAPÍTULO 7) y sus resultados más inmediatos, en términos de logro de estabilidad monetaria, atracción de capital extranjero y crecimiento en 1993-1997 (CAPÍTULO 8) vinculan, en términos de interrelación, los elementos de cada uno de esos dos frente señalados. De esta forma, nos permiten abordar lo que constituye nuestro objeto de estudio principal: cómo afecta la inserción financiera externa de la economía brasileña a su funcionamiento económico interno (CAPÍTULOS 9, 10 y 11).

El análisis realizado en el CAPÍTULO 2 constata que entre 1950 y 2005 operan en Brasil una serie de elementos de naturaleza estructural que bloquean sus posibilidades de desarrollo. Los denominamos límites estructurales al desarrollo económico (LEDE), y explican el hecho de que la economía brasileña presente una insuficiencia crónica de

ahorro interno y una acusada propensión a dar al ahorro del que dispone un uso improductivo; en esas condiciones (es decir, en presencia de sus LEDE), sus posibilidades de crecimiento pasan por captar ahorro del exterior. Sin embargo, también se constata que a pesar de que el recurso al ahorro externo puede permitir sostener durante un período de tiempo un crecimiento significativo, en la medida en que no modifica las condiciones que reproducen su subdesarrollo, el grado de exposición de la economía respecto al capital extranjero se incrementa. Como resultado, el país se coloca en una situación crítica, en la que cualquier *shock* de origen externo puede acabar precipitadamente con el proceso de crecimiento.

En el CAPÍTULO 3 se analiza con detalle cómo esta secuencia conoció una primera experiencia durante los años setenta. En esos años el acceso masivo a créditos bancarios internacionales permite al Estado brasileño sostener una estrategia de industrialización que resulta en un fuerte crecimiento económico, pero que, a la vez, gesta un grado de vulnerabilidad financiera externa muy elevado. De esta forma, cuando en 1979 las condiciones financieras internacionales se alteran y la captación de ahorro externo se interrumpe, el colapso del crecimiento acontece súbitamente. El CAPÍTULO 4 explica cómo en la década siguiente, sin acceso a financiación internacional y teniendo que afrontar los enormes pagos de su deuda externa, el esquema de funcionamiento económico precedente se desmantela y el retroceso productivo, el desorden monetario generalizado y la severidad de la crisis fiscal, pasan a definir el panorama económico del país. Precisamente, de esos mismos elementos surge un lucrativo negocio financiero: la compra de deuda pública con rendimientos garantizados frente a los riesgos de la inflación. Los bancos, que son los que más se benefician con esta nueva actividad, además de incrementar su poder económico mejoran ostensiblemente su capacidad de influencia política en el país.

El CAPÍTULO 5, según hemos indicado, es el otro eje a partir del cual se vertebra la investigación porque permite establecer la concreción histórica en la que se desenvuelve la economía brasileña entre 1993 y 2003. En particular, se explica cuáles son las condiciones que permiten a Brasil volver a captar ahorro externo en la década de los años noventa, así como cuál es la naturaleza del capital extranjero que, en esa ocasión, ingresa en el país. Las transformaciones económicas registradas en la economía mundial a partir de los años ochenta resultan en la emergencia y expansión de lo que denominamos la lógica financiarizada; una de las características de este nuevo modo de funcionamiento financiero es que tiene capacidad para incidir sobre ámbitos y relaciones económicas que, en principio, no son financieros. Este fenómeno (la financiarización de la actividad

económica), según se analiza en el CAPÍTULO 6, no afecta sólo a las economías desarrolladas. La inclusión de un reducido grupo de países subdesarrollados en los mercados financieros internacionales responde al interés de los inversores que operan a escala mundial por encontrar nuevos activos y mercados en los que colocar sus recursos. Consiguientemente, a finales de los años ochenta se acuña el término de “mercado emergente” para referirse a estos países, y comienza a difundirse una nueva estrategia que establece lo que esas economías deben hacer para atraer ahorro externo.

En Brasil, los intereses de los inversores financieros internacionales y los del capital nacional, empoderado durante los años ochenta, confluyen en la aplicación de una nueva estrategia de crecimiento basado en ahorro externo y coherente con las consignas genéricas establecidas desde la comunidad financiera internacional. En el CAPÍTULO 7 se analiza cómo entre finales de los años ochenta y los primeros noventa se lleva a cabo la aplicación de las medidas correspondientes: liberalización comercial, apertura financiera, aplicación de un programa de estabilización monetaria basado en el “ancla” cambiaria y monetaria, reestructuración del sistema financiero (que incluye su saneamiento, privatización y apertura al capital extranjero) y grandes privatizaciones. La estrategia aplicada prevé que esas medidas permitan a Brasil estabilizar el valor externo e interno de su moneda (acabar con la inflación y la volatilidad del tipo de cambio) y, a su vez, atraer un volumen importante de ahorro externo. Según se aborda en el CAPÍTULO 8, ambas previsiones se cumplen y, como resultado, entre 1993 y 1997 Brasil logra reactivar su actividad económica y registra un crecimiento económico apreciable. Sin embargo, dado que, según se ha constatado en el capítulo 2, ni la captación de capital extranjero ni el crecimiento económico registrado alteran los LEDE de la economía brasileña, ésta vuelve a generar una espiral de dependencia externa similar a la de los años setenta: sus crecientes necesidades de recursos externos hacen depender la dinámica económica de unos flujos financieros cuya volatilidad potencial es ahora, además, más elevada. En esta ocasión el colapso del crecimiento se produce a partir de la retirada del capital internacional tras la moratoria rusa de agosto de 1998. Desde entonces y hasta 2003, la actividad productiva permanece prácticamente estancada.

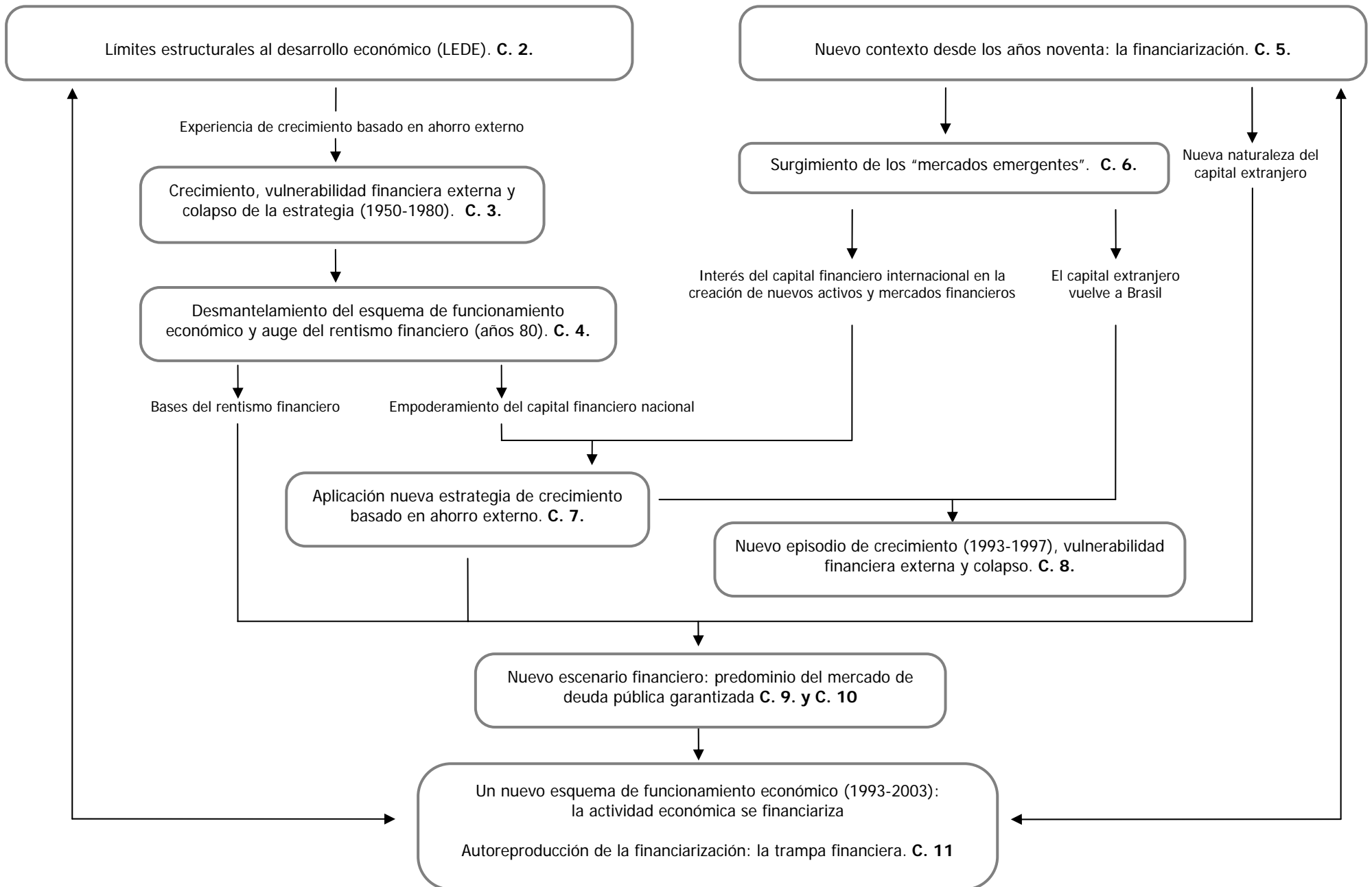
Al margen de que haya (1993-1997) o no haya (1998-2003) crecimiento, desde la puesta en marcha de la estrategia un nuevo esquema de funcionamiento está operando en Brasil. La aplicación de las medidas orientadas a atraer a los inversores financieros internacionales, en conjunción con la naturaleza del capital extranjero que responde a esos estímulos y el comportamiento del capital financiero nacional, transforman radicalmente el escenario financiero del país (CAPÍTULOS 9 y 10). Por un lado, el mercado

de deuda pública garantizada (surgido en los años ochenta), en el cual la mayor parte de los títulos se vinculan ahora a la evolución diaria del tipo de interés, se expande de forma vertiginosa. El Estado alimenta este mercado con emisiones masivas de títulos muy rentables, seguros y que en su mayoría cuentan con liquidez inmediata. Mientras, tanto los inversores extranjeros que realizan sus operaciones desde el exterior, como los bancos, fondos de inversión y fondos de pensiones, ya sean de origen internacional o autóctono, instalados en Brasil, dedican la mayor parte de sus recursos a la compra de esos títulos. Como resultado, el infradesarrollo histórico de los demás mercados financieros del país (acciones, bonos corporativos y crédito bancario) se agudiza.

En el CAPÍTULO 11 se analiza cómo la puesta en marcha de la nueva estrategia no deriva sólo en transformaciones dentro del ámbito financiero: la actividad económica en su conjunto pasa a regirse por la lógica propia de los mercados financieros, en este caso, la del rentismo con deuda pública garantizada. Tanto durante los años de crecimiento (1993-1997) como en los posteriores (1998-2003) las empresas del sector no financiero, las familias y el mismo Estado que aplica la estrategia, se ven sometidos a la lógica de la valorización financiera en el corto plazo. De hecho, la subordinación a la lógica del capital financiero es más aguda en ese segundo período. Esto se debe a que, a pesar de que en esos años Brasil reduce sustancialmente su captación neta de ahorro externo, su dependencia respecto a los movimientos del capital extranjero no sólo no se reduce, sino que se incrementa. La retirada de los flujos financieros externos, que son ahora más volátiles, tendría graves efectos sobre el país, por lo que el Estado se ve en la obligación de intensificar los mecanismos de los que dispone para retenerlos. Pero esos mismos mecanismos son los que someten al conjunto de la actividad económica a los imperativos de la lógica financiarizada. La situación resultante es de "financiarización permanente": evitar la crisis implica agudizar la financiarización de la actividad económica interna. Este nuevo tipo de funcionamiento económico (financiarizado) profundiza la desigual correlación de fuerzas entre los distintos grupos sociales, de forma que los que se favorecen del rentismo financiero con deuda pública mejoran su posición y el resto de la sociedad las empeora. Como consecuencia, los LEDE de la economía brasileña se consolidan: la reproducción de la financiarización supone también, por tanto, la reproducción del subdesarrollo del país.

Tras el desarrollo de los once capítulos exponemos razonadamente las conclusiones a las que la investigación realizada nos permite llegar, así como las respuestas que dichas conclusiones aportan respecto a las hipótesis inicialmente planteadas.

Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña



1.6. Aclaraciones complementarias

Para concluir este capítulo inicial, incorporamos dos últimas precisiones relativas al período central de la investigación (1993-2003) y a las fuentes estadísticas utilizadas, así como varias aclaraciones de carácter formal sobre la presentación de la Tesis.

El período que comprende la investigación concluye en 2003 por dos motivos. El primero y más importante es que, conforme a las características del análisis desarrollado, en ese año concluye la fase descendente o de cuasi estancamiento productivo que padece la economía cuando quiebra la fase ascendente de (mayor) crecimiento en 1998. Por tanto, se trata de una periodización impuesta por la propia investigación. El otro motivo, subordinado, es que la elaboración de la tesis comenzó en 2004, por lo que la recogida y el tratamiento de la mayor parte de los datos cubren precisamente hasta el año precedente.

Ese corte analítico se ve afectado por otra circunstancia: a finales de 2002 el *Partido dos Trabalhadores* (PT) logra la presidencia de la República. La composición obrera y popular de este partido y de su base social, así como algunos de los elementos del programa que le llevan al gobierno, generó grandes expectativas respecto a la posibilidad de que se produjera un cambio de rumbo político que implicara la transformación estructural de la economía. El análisis de lo sucedido entre 2003 y la actualidad escapa a las posibilidades analíticas de esta Tesis, pero abre el camino para una posterior investigación. No obstante, incluimos un epílogo final en el cual se resumen algunas características destacadas de esos años recientes y su relación con los resultados obtenidos a lo largo de la Tesis. Son algunos de los elementos que han de tenerse en cuenta para valorar hasta qué punto el gobierno de Lula modifica de forma significativa la trampa financiera en la que se encuentra la economía brasileña.

La segunda precisión concierne a las fuentes estadísticas utilizadas. Esta Tesis se ha realizado con el soporte prestado por una beca de Formación de Personal Investigador (FPI) concedida por la Universidad Complutense de Madrid (UCM), que ha permitido la realización de dos estancias en Brasil, concretamente en Río de Janeiro en los últimos trimestres de 2007 y 2008, sucesivamente, invitada por el profesor João Sicsú del *Instituto de Economia* de la *Universidade Federal do Rio de Janeiro* (UFRJ). Esas estancias han hecho posible el acceso a datos estadísticos importantes que, de otra forma, no

hubiéramos podido conseguir³⁸. Dado que ese material empírico conseguido en Brasil tiene un valor específico importante dentro de la Tesis, no está de más realizar alguna aclaración sobre su uso y presentación.

Tras realizar las tareas pertinentes de sistematización, homogeneización y análisis de los datos de los que disponíamos, procedimos a hacer una selección de aquéllos que cumplieran unos requisitos de calidad suficientes y que, a la vez, aportaran la información más relevante. De esta forma, terminamos por descartar buena parte del material estadístico al que habíamos accedido y seguimos trabajando hasta encontrar la forma que nos pareció más adecuada para la presentación del seleccionado. Finalmente, como se puede constatar, la mayor parte de la información se presenta de forma gráfica, limitándonos a incluir cuadros sólo en los casos en que la relevancia de la exactitud de los datos supera a la capacidad explicativa que, a nuestro parecer, aportan los gráficos. También en la elaboración del anexo estadístico que se adjunta al final de la Tesis se ha sido bastante restrictivo: todas las tablas incluidas aportan datos centrales para nuestra argumentación; la mayor parte de ellos son datos no accesibles al público (tablas 6, 7, 8, 10, 14, 15 y 16) o de difícil acceso (tablas 11 y 12); y en los casos en los que no se cumple este segundo requisito (tablas 1, 2, 3, 4, 5, 9 y 13), la inclusión se justifica porque su integración en el capítulo correspondiente hubiera quebrado, a nuestro juicio, el hilo conductor de la explicación.

Las indicaciones sobre las fuentes estadísticas utilizadas y las aclaraciones metodológicas pertinentes se realizan siguiendo el código habitual. Siempre indicamos si se ofrecen los datos tal y como los publica el organismo que los elabora o si hemos realizado algún cálculo a partir de ellos. La inmensa mayoría de los datos los hemos obtenido de fuentes primarias (en los casos en que se ha tomado de una fuente secundaria, se indica), por lo que hacemos referencia al organismo que elabora el dato y al nombre de la base de datos o publicación a la cual pertenece. Cuando los datos están disponibles al público y son muy fácilmente localizables en Internet no indicamos ninguna referencia adicional. Tampoco podemos incluir más referencias que las que ofrecemos cuando los datos no son de acceso público y los hemos conseguido mediante la colaboración del personal de las distintas instituciones. Este es el caso de los datos de pérdidas bancarias que incluimos en el apartado 7.5.1., obtenidos directamente del *Banco Central do Brasil* (BCB); del valor de cartera mensual que mantienen los inversores extranjeros en la bolsa brasileña que se incluyen al final del apartado 9.2.1., facilitados por la *Comissão de*

³⁸ En caso de que algún lector esté interesado en profundizar sobre las cuestiones que se desarrollan en esta Tesis, conviene señalar que la mayor parte del material bibliográfico y estadístico obtenido en Brasil estará disponible en breve en la biblioteca de la facultad de Ciencias Económicas de la UCM.

Valores Mobiliários (CVM); de los balances y las cuentas de pérdidas y ganancias desagregados del sistema bancario y los fondos de inversión, que se recogen en las tablas 6, 7, 8, 14 y 15 del anexo y son el apoyo empírico central de los apartados 9.3, 10.2 y 10.3, procedentes del BCB pero conseguidos a través de personal del *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística* (IBGE); de la composición de la cartera financiera de los bancos según su propiedad, incluidos en la tabla 10 del anexo y a los que sí accedimos mediante el BCB; los detalles sobre los títulos públicos en poder de ciertos bancos extranjeros que nos facilitó la *Associação Nacional dos Bancos de Investimento* (Anbid) y que sirven para completar la información que se aporta en el apartado 9.3.2.; el acceso a la base de datos de *Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar* (ABRAPP) de la cual obtuvimos la mayor parte de los datos que ofrecemos sobre los fondos de pensiones en el apartado 9.3.3. y en la tabla 16 del anexo; los balances del *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* (BNDES), de los que hemos podido extraer la información sobre la composición de su cartera financiera que ofrecemos en el apartado 10.3.2. y que conseguimos gracias al personal de esa institución; la desagregación de la balanza de pagos por sectores institucionales facilitada por el BCB, que ha permitido hacer algunas de las aclaraciones sobre el destino del capital extranjero que se incluyen en el mismo apartado 10.3.2.; los datos de los intereses recibidos y abonados por cada sector institucional facilitados por el IBGE y a partir de los cuales se obtienen los datos incluidos en el apartado 11.1.1.; y, por último, los balances de las 500 mayores empresas del país, de los que obtenemos la composición de sus carteras financieras, y los referentes a los intereses pagados y recibidos por las empresas no financieras, todos ellos facilitados también por personal del IBGE y utilizados para sostener la argumentación del apartado 11.1.2.

Con el propósito de favorecer la lectura del texto, sólo incluimos las fuentes estadísticas y las aclaraciones metodológicas necesarias la primera vez que se hace referencia a una serie de datos, si bien volvemos a recordarlas cuando la referencia anterior dista varios capítulos. Cuando realizamos una referencia narrativa a datos que se incluyen en gráficos o cuadros cercanos al texto, las fuentes y la metodología se encuentran al pie de éstos.

También conviene aclarar el criterio utilizado para realizar las referencias bibliográficas: para las obras modernas, en las cuales es relevante la fecha de edición porque incorporan, en algunos casos, actualizaciones, ésa es la fecha que referenciamos. En el caso de obras clásicas, en el texto remitimos a la fecha de su primera edición, ya que es más significativa que la de ediciones posteriores que, en caso de incorporar modificaciones (de traducción o de edición), no son sustanciales respecto al tipo de

referencia que nosotros realizamos. En la bibliografía, sin embargo, se puede encontrar la referencia de la edición que hemos utilizado. Una única excepción se ha hecho con la cita a *El Capital*; debido a las diferencias entre unas ediciones y otras sí hemos considerado adecuado especificar en el texto en cuál basamos nuestra lectura.

Las últimas aclaraciones son de orden puntual. A excepción de este primer capítulo, el resto de la Tesis se ha redactado predominantemente en presente histórico, a fin de agilizar la lectura y sin que ello sea óbice para que, prácticamente siempre, nos refiramos a acontecimientos pasados. Con el mismo propósito hemos reducido, dentro de lo posible, el uso del entrecomillado. Expresiones como “emergentes”, “anclas” o “estrategia de crecimiento para emergentes”, se entrecomillan sólo las primeras veces que aparecen y en los títulos de los capítulos y apartados, pero se prescinde de las comillas a lo largo del texto. Dado que el portugués es fácilmente comprensible para las personas castellano-parlantes y para facilitar la búsqueda de las fuentes estadísticas y otras referencias, hemos mantenido el idioma original en la mayor parte de los casos. En el índice de siglas se incluyen sólo aquellas que se utilizan frecuentemente a lo largo de la Tesis, omitiendo las que son fácilmente reconocibles incluso fuera del ámbito de los economistas, como PIB u OCDE.

Capítulo 2

La consolidación del subdesarrollo en Brasil: reproducción de los límites estructurales al desarrollo económico

Este segundo capítulo lo dedicamos a constatar la persistencia de un conjunto de elementos que operan como obstáculos de carácter estructural y en cuya presencia es inviable que la economía brasileña se convierta en una economía desarrollada; de ahí que los denominemos “límites estructurales al desarrollo económico” (LEDE). A lo largo del siglo XX, Brasil ha registrado transformaciones de importancia, entre las que destacan el potente crecimiento y el progresivo grado de industrialización entre los años 1950-1980, así como la creciente apertura comercial y financiera al exterior, la conformación de algunas grandes empresas brasileñas de alcance internacional, y la presencia en el mercado brasileño de un gran número de corporaciones transnacionales. Sin embargo, tales cambios no han modificado sustancialmente la naturaleza y funcionamiento de los LEDE, por lo que en el transcurso del tiempo las condiciones de subdesarrollo que caracterizan a la economía brasileña se reproducen.

En el apartado inicial establecemos los fundamentos básicos de nuestra propuesta interpretativa, es decir, la articulación de las principales variables que intervienen en la dinámica económica favoreciendo o dificultando su proceso de acumulación. Los apartados siguientes se centran en las condiciones específicas de la economía brasileña. En particular, atendemos primero a las debilidades productivas que determinan un limitado proceso de acumulación y una productividad del trabajo reducida. En segundo lugar, consideramos los elementos relacionados con la dinámica de la demanda agregada y la distribución de la renta que explican dicha limitación estructural del proceso de acumulación. Por último, analizamos cómo dichos factores determinan una insuficiencia de ahorro interno, así como la propensión a dar a dicho ahorro un uso improductivo.

2.1. Aproximación analítica a la reproducción del subdesarrollo: los LEDE

La cuestión del subdesarrollo es una de las temáticas más amplias y controvertidas de las que se ocupa el análisis económico³⁹. Por tanto, en este capítulo no pretendemos en absoluto tratarla en su amplitud, sino tan sólo abordarla desde un planteamiento que resulta fundamental para nuestra Tesis. Tratamos de formular una propuesta interpretativa que permita explicar cómo, en una economía no desarrollada, se reproducen sucesivos vínculos estructurales que reproducen su subdesarrollo, para después aplicarla al caso brasileño.

Para ello, tratamos de establecer una delimitación conceptual que distinga cómo interactúan determinadas variables económicas fundamentales, de forma comparativa, en una economía desarrollada y una subdesarrollada⁴⁰. Comúnmente, la forma más inmediata o intuitiva que se utiliza para realizar dicha distinción es la utilización de ciertos indicadores globales, como el PIB per cápita. Aunque dicho indicador presenta notables debilidades, en el siguiente apartado veremos que también proporciona información significativa sobre la economía brasileña y su evolución.

En términos analíticos, la primera aproximación para establecer la distinción entre desarrollo y subdesarrollo cabe hacerla a partir de la economía política clásica, y en particular, de las propuestas de Smith, Ricardo y Marx sobre el proceso de acumulación. En primera instancia, la capacidad de acumulación viene definida por la magnitud del stock de capital y por su estructura interna. Por un lado, la dotación de capital es el determinante fundamental de las posibilidades de crecimiento sostenido de la producción. Por tanto, la dimensión del stock es un factor decisivo para el desarrollo, y se convierte en un obstáculo estructural para las economías (subdesarrolladas) que carecen de un nivel suficiente, y que por ello, se ven obligadas a realizar un gran esfuerzo inversor para conseguir ampliar su capacidad de acumulación. Por otra parte, la composición técnica del stock de capital determina la estructura sectorial de la actividad productiva, es decir, la estructura por sectores y ramas de la producción y el empleo. Históricamente, el proceso de transformación que han registrado las economías desarrolladas se ha basado en la industrialización y, más en particular, en el peso creciente de los bienes de capital como

³⁹ Una panorámica de las aportaciones y controversias fundamentales se puede encontrar en Little (1982), Todaro (1985), Griffin (1989), Vidal Villa y Martínez Peinado (1995), Bustelo (1998), Szirmay (2005), Molero (2008) y Puerto (2008).

⁴⁰ Nos concentramos por tanto en establecer dicha delimitación, inhibiéndonos de analizar las causas que la explican. En definitiva, nuestra propuesta interpretativa no pretende dar cuenta del origen subdesarrollo, sino de los mecanismos que lo reproducen.

componente cada vez más importante dentro de la producción nacional. Así, tanto el peso relativo de la industria dentro de la economía, como el de las ramas de bienes de capital dentro de la estructura industrial, son elementos fundamentales que, en interacción, determinan la capacidad o incapacidad de una economía para reproducir de forma ampliada su dinámica de acumulación.

Por tanto, dicha dinámica presenta una doble vertiente. Es un proceso cuantitativo, ya que la acumulación implica una mayor dimensión del stock, sobre todo de capital no residencial y, dentro de él, de máquinas y otros equipos productivos. Y, a la vez, es un proceso cualitativo, sustentado en que ese capital incorpora sistemáticamente un mayor progreso técnico. De ello se deriva que la dinámica de acumulación de una economía desarrollada genera un persistente aumento de la productividad, ya que implica un paulatino incremento del coeficiente capital-trabajo (K/L) a la vez que una reducción del coeficiente capital-producto (K/Y), es decir, una mejora de los dos componentes en los que se descompone el aumento de la productividad del trabajo⁴¹. Éste es otro de los indicadores cruciales que distingue a las economías no desarrolladas: su reducido nivel de productividad y la lentitud con la que se incrementa a lo largo del tiempo.

Así, desde el punto de vista de la dinámica de acumulación cabe destacar un conjunto de variables relacionadas con la capacidad de producción, es decir, con la oferta, que distinguen con claridad el dispar comportamiento de una economía no desarrollada con respecto a otra desarrollada: reducido nivel de PIB per cápita, escasa magnitud del stock de capital, mínima presencia de bienes de capital, y baja productividad del trabajo.

Ahora bien, la propia experiencia de las economías desarrolladas pone de manifiesto que esa dinámica de acumulación no es continuada, sino que sigue una evolución cíclica a lo largo del tiempo. La capacidad de producir (producción potencial) se hace real (producción efectiva) cuando existe un mercado y unas perspectivas de rentabilidad que estimulan las expectativas empresariales. Surge, pues, la necesidad de incorporar nuevos elementos que ejercen una función determinante para explicar la dinámica de crecimiento de las economías, elementos que conciernen principalmente a la demanda agregada y a la distribución de la renta, pero que a su vez se relacionan con el funcionamiento de las instituciones y el contexto sociopolítico. A este respecto, se constatan nuevas y decisivas diferencias entre lo que acontece en una economía subdesarrollada por contraste con otra desarrollada.

⁴¹ La productividad del trabajo (Y/L) indica la relación entre (K/L) y (K/Y), por lo que si a , b y c son las tasas respectivas de crecimiento, tenemos que $a = b - c$.

Podemos fundamentar teóricamente esas cuestiones partiendo de la importancia crucial de la inversión en el funcionamiento económico, y atendiendo al doble impacto que ejerce sobre la dinámica económica⁴². De un lado, como componente fundamental de la demanda efectiva, la inversión influye de forma determinante sobre la evolución de variables como los beneficios (y por tanto la tasa de rentabilidad), la producción y el empleo. Por otra parte, la inversión ejerce un efecto directo sobre la capacidad productiva potencial, ya que hace posible que se incremente el stock de capital. Simultáneamente, los factores que determinan el comportamiento de la inversión son ciertamente plurales, puesto que tienen que ver con las expectativas de rentabilidad que tengan los empresarios, las cuales se nutren de elementos dispares: beneficios presentes, condiciones monetarias y financieras, funcionamiento de las instituciones, grado de conflictividad social y política, etcétera.

De ese modo, la dinámica económica se configura mediante la interacción de un cúmulo de variables que en las fases ascendentes del ciclo adquieren una clara dependencia de la trayectoria (*path dependence*), es decir, que generan sinergias favorables al crecimiento, entre la demanda y la oferta (inversión-producción-demanda agregada-inversión) y entre demanda y distribución de la renta (inversión-beneficios-expectativas-inversión). Además, esos círculos virtuosos se generan en contextos sociales y políticos determinados que afectan positiva o negativamente a sus mecanismos reproductivos. La conformación misma de la tasa de rentabilidad es resultado del conflicto que en toda sociedad capitalista se genera en torno a la división de la renta entre beneficios y salarios. Así, los intereses políticos existentes, y su capacidad para imponerse (que depende, por ejemplo, de la fuerza sindical que acumulen los trabajadores, o del grado de monopolio con el que cuenten los capitalistas), son de crucial importancia. También lo es, expresado de forma genérica, el marco político existente, que influye en el grado de estabilidad socio-política, en el funcionamiento de las instituciones o en el tipo de intervención estatal.

También desde esta perspectiva que vincula el proceso de acumulación con la demanda agregada, la distribución de la renta, y las condiciones sociopolíticas, se aprecian diferencias notorias en las economías subdesarrolladas. En términos históricos, la debilidad secular de la inversión es lo que determina la escasez de stock de capital y su escaso contenido tecnológico. En términos de dinámica económica, el comportamiento de la inversión y del conjunto de la demanda agregada de las economías subdesarrolladas se explica fundamentalmente por las condiciones de la distribución de la renta, firmemente reforzadas por el marco político vigente. La tasa de inversión es modesta porque los grupos sociales que detentan la mayor parte de la renta la utilizan con otros propósitos. El

⁴² Se puede consultar Palazuelos y Fernández (2007 y 2009).

consumo privado también es escaso porque la mayoría de la población carece de capacidad adquisitiva. A su vez, la reducida inversión productiva y la estrechez del mercado de consumo hacen que los niveles de beneficio empresarial no sean atractivos para realizar mayores inversiones y, por tanto, para fortalecer la capacidad productiva de la economía. De ese modo, el proceso de acumulación queda obstaculizado porque se reproduce sistemáticamente un nudo de relaciones entre oferta, demanda y distribución de la renta que resulta antagónico con la mecánica de acumulación que registran las economías desarrolladas.

En definitiva, cualquier economía cuyo funcionamiento revele la presencia dominante de ese nudo de relaciones adversas, queda sometida a la acción de una espiral de factores, los LEDE, que consolidan su subdesarrollo.

2.2. Debilidad productiva y limitada capacidad de acumulación

Según adelantamos, y como punto de partida, el indicador del PIB per cápita brinda una primera información ciertamente relevante sobre la economía brasileña. A la altura de 1950 la renta media de su población equivalía aproximadamente a un tercio de la renta per cápita de los países europeos más avanzados, como Francia y Holanda, situándose mucho más próxima, entre el 75% y el 87%, de la de Portugal, Grecia o España⁴³. El transcurrir de la segunda mitad del siglo XX, y a pesar de que desde los años ochenta las economías europeas registran un crecimiento muy mediocre, ha profundizado dichas diferencias, de forma que al final del siglo la renta per cápita brasileña acumula una distancia abismal con todos los países europeos. No sólo equivale apenas al 25-30% de la renta per cápita de los países más potentes de la región, como Francia, Alemania, Holanda e Italia, sino que también se sitúa en sólo el 35-45% de la renta media de los países europeos respecto a los que Brasil se encuentra relativamente “cercano” a mediados de siglo. La evolución es inequívoca y la comparación con España resulta ilustrativa: en esa segunda mitad de siglo la proporción del PIB per cápita brasileño se ha reducido desde el 75% hasta el 36% respecto al español.

Este diferencial se ha ensanchado a pesar de que entre 1950 y 1980 Brasil registra un crecimiento económico potente y duradero, que supone un importante impulso industrializador y, con él, cambios estructurales de cierta envergadura. Dicha dinámica de crecimiento y transformaciones se interrumpe drásticamente a partir de los años ochenta.

⁴³ Cálculos elaborados a partir de Maddison (2002).

En cualquier caso, a lo largo de las décadas la estructura productiva brasileña arrastra debilidades que limitan su dinámica de acumulación. En particular, registra una precariedad manifiesta en las ramas que producen bienes de capital, un stock de capital muy escaso, y un crecimiento claramente insuficiente de la productividad del trabajo, es decir, tres características que forman parte de los LEDE.

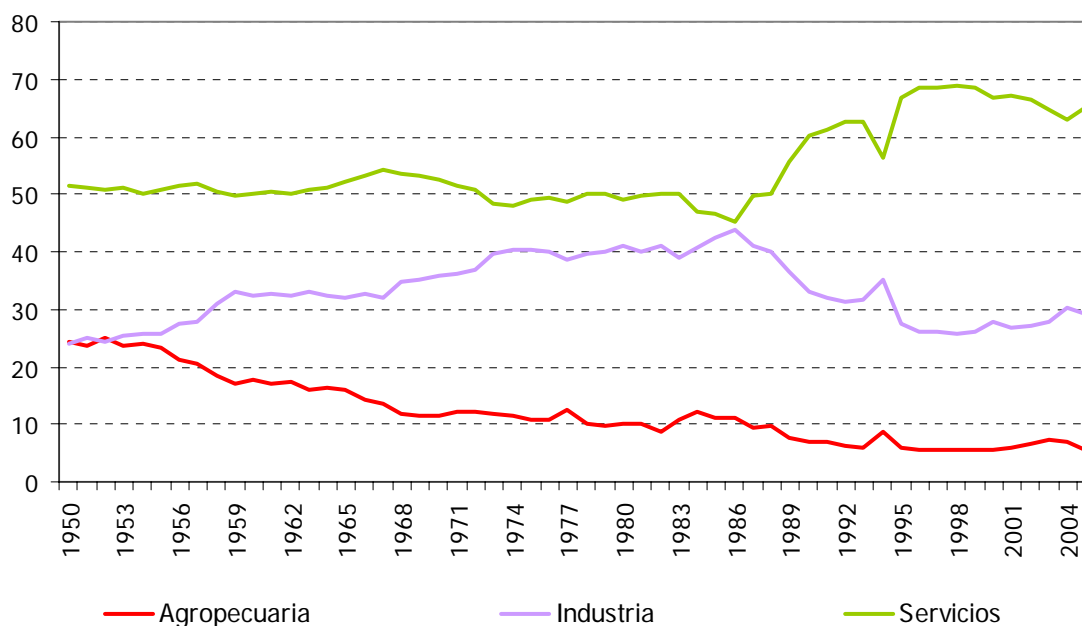
El esquema de funcionamiento económico que durante tres décadas permite a Brasil no sólo obtener tasas de crecimiento elevadas, sino también impulsar un significativo proceso de industrialización, se corresponde, a grandes rasgos, con la estrategia denominada ISI que en la época teorizan la CEPAL y el BNDES⁴⁴. Dicha estrategia se basa en un acelerado y amplio proceso de industrialización que, según analizamos en el capítulo 3, se dirige y dinamiza desde el Estado y se concentra en el mercado interno. La industria se convierte así en el motor del crecimiento y en el centro de transformaciones económicas y sociales de hondo calado. En palabras de Carlos Lessa “[...] *la industrialización, entendida como la construcción de un sistema industrial, es la columna vertebral del proceso nacional-desarrollista inaugurado en 1930 y que durante medio siglo sería el proyecto nacional brasileño*” (Lessa, 2005: 18). En efecto, según veremos, si en este período la producción total se multiplica por más de nueve, la del sector industrial lo hace por más de doce.

Como resultado, la estructura sectorial se transforma sensiblemente. Las actividades agrícolas y las industriales, como recoge el gráfico 1, pasan de tener aproximadamente el mismo peso relativo sobre la producción en 1950, en torno a un 24%, a perder y ganar, respectivamente, del orden de 15 puntos porcentuales de participación. En 1980 el sector primario es sólo un 10,1% de la producción total, mientras la industria (incluyendo minería, construcción y suministros básicos de agua, gas y electricidad) concentra un 40,9%. Los servicios, por su parte, mantienen *grosso modo* su participación⁴⁵.

⁴⁴ Sobre la estrategia ISI se puede consultar Tavares (1964 y 1972), Rodríguez (1993) y CEPAL (1998).

⁴⁵ La estructura del empleo registra un cambio análogo. La población que trabaja o busca empleo en el sector primario pasa del 59,9% al 29,9%, la industrial del 14,2% al 24,4% y la de los servicios del 25,9% al 45,7% (IBGE, 2003). Utilizamos la población activa porque hasta que en 1967 el IBGE empieza a elaborar la *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios* no existen series sistemáticas de empleo.

Gráfico 1
Estructura sectorial de la producción: 1950-2005
 (% del PIB)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionales*).
 Producción sectorial a precios básicos.

La crisis de la deuda externa de los años ochenta interrumpe drásticamente esta dinámica de crecimiento y transformaciones. Desde entonces hasta la actualidad la actividad económica crece a un ritmo muy reducido: si en las tres décadas anteriores el PIB se incrementa a una tasa media anual del 7,6%, en los siguientes veinticinco años ni siquiera alcanza el 2,2% anual, de forma que el PIB per cápita apenas crece (lo hace a una tasa del 0,3%). El desempeño del sector industrial es aún peor, se incrementa sólo al 1,2% anual, habiéndolo hecho al 8,7% al año durante las décadas anteriores⁴⁶. Como consecuencia, desde mediados de los años ochenta y en sólo una década la industria retrocede a pasos agigantados, perdiendo en torno a 20 puntos porcentuales de participación sobre el PIB. Posteriormente, desde 1995 hasta la actualidad, el peso relativo de las actividades industriales fluctúa entre el 26% y el 30%, lo cual, como recoge el gráfico 1, sitúa al sector en una posición relativa inferior a la de los primeros años sesenta⁴⁷.

⁴⁶ Las tasas de crecimiento medias acumulativas del PIB, el PIB per cápita y el PIB industrial las calculamos a precios de 2005 con datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionales*). La producción industrial la aproximamos según el valor añadido de la industria de transformación a precios básicos.

⁴⁷ Por su parte las actividades agropecuarias siguen reduciendo su participación sectorial, por lo que la involución industrial determina un potente avance de los servicios, que se concentra, según veremos, en las actividades financieras y otras informales y de baja cualificación como los denominados servicios personales.

No obstante, ni siquiera durante los treinta años de crecimiento “prodigioso” y acelerado ritmo de industrialización, la estructura productiva brasileña es capaz de superar las debilidades que entorpecen su dinámica de acumulación. Y todavía en menor medida cuando la estrategia ISI colapsa. En efecto, a lo largo de estas décadas la industria brasileña arrastra sin resolver su deficiencia fundamental: es incapaz de producir bienes de capital en una proporción significativa, que permita fortalecer su capacidad interna de acumulación.

El proceso de industrialización registrado en las primeras décadas determina un primer avance en la producción de bienes de equipo (material de transporte e industria mecánica), cuya participación sobre la industria de transformación se eleva desde el 3,9% al 15,6%⁴⁸, si bien hay que considerar que las cifras iniciales eran exiguas, por lo que a la altura de 1980 los bienes de equipo sólo suponen un sexto de la industria de transformación. Además, en esta categoría se incluyen actividades como la de vehículos de turismo y aparatos electrodomésticos, que no son bienes de capital. La industria mecánica, núcleo de la producción de maquinaria, no es más que un 7,8%. Y en las décadas siguientes el crecimiento de la producción de bienes de capital es ínfimo, del 0,5% medio anual entre 1981 y 2005⁴⁹, por lo que la débil especialización brasileña en este tipo de bienes se consolida. Según Carvalho y Kupfer (2007), desde el inicio de los años noventa y hasta la actualidad el conjunto de los bienes de equipo mantienen un peso relativo en la industria de transformación sólo 2,5 puntos porcentuales superior al de 1980, mientras la industria mecánica reduce incluso su participación (oscila entre el 6,5% y el 7%)⁵⁰.

Hay que tener en cuenta un dato adicional. Desde 1980 no sólo la industria retrocede posiciones dentro de la producción total, sino que la de transformación también pierde bastante peso relativo dentro de la estructura industrial. Pasa de concentrar en torno al 78% entre 1950 y 1980, a perder casi diez puntos porcentuales y situarse en el 69,8% en 1993, hasta caer en la actualidad casi al 60%. Este fenómeno supone que las actividades más dinámicas del sector industrial han sido las relacionadas con la minería, la construcción y los servicios básicos (agua, gas, electricidad), lo cual significa que las ramas manufactureras han tenido un crecimiento bastante lento, que aún ha sido más acusado

⁴⁸ La estructura industrial para 1950-1980 la estimamos a partir de datos de IBGE (1990) sobre la industria de transformación.

⁴⁹ Los datos de crecimiento industrial por ramas los calculamos a partir de IBGE (*Pesquisa Industrial Mensal, Produção Física*).

⁵⁰ Las actividades clasificadas por Carvalho y Kupfer (2007) como “de mayor contenido tecnológico” nunca superan el 25% sobre la producción industrial total. Sobre la precariedad productiva también se puede consultar Siqueira (2000), IEDI (2007) y García (2007).

en las que fabrican bienes de capital. Por tanto, el grado de especialización en este tipo de productos registra un deterioro superior al que nos indican los datos del párrafo anterior.

Otro rasgo más abunda en la precariedad productiva de la industria brasileña: no sólo produce bienes de capital en proporciones muy reducidas, sino que tampoco los demanda. Así lo revela el hecho de que las importaciones de bienes de capital ocupen también un lugar muy minoritario en las compras al exterior, oscilando entre el 10% y el 20% de las importaciones totales⁵¹. Por tanto, dado que ni los produce ni los importa, Brasil cuenta con una dotación muy insuficiente de maquinaria y otros equipos e instrumentos productivos, carencia que influye de forma definitiva sobre su capacidad de acumulación.

Como contrapartida, la ampliación de la base industrial se orienta sobre todo a la producción tanto de bienes de consumo duradero (fundamentalmente automóviles y electrodomésticos) como de los bienes intermedios necesarios para abastecer dicha producción. Estas líneas productivas que son pilares del fuerte crecimiento registrado entre 1950 y 1980, concentran desde entonces hasta la actualidad el grueso de la producción industrial manufacturera. Según Sochaczewski (1993), ya entre 1952 y 1961 la producción de bienes de consumo duradero se incrementa a una tasa anual del 18,2%, es decir 6,6 puntos porcentuales superior a la media industrial⁵². El dinamismo de estas ramas se mantiene hasta finales de los años setenta. Pensemos, por ejemplo, que según datos de Anfavea entre 1967 y 1980 la producción automovilística nacional se multiplica casi por siete. Aunque tras el colapso industrial de los años ochenta el crecimiento en la producción de bienes de consumo duradero se ralentiza, en la medida en que no se generan otros cambios, la industria brasileña mantiene su especialización en este tipo de bienes: entre 1981 y 2005 registran una tasa de crecimiento anual acumulada del 3,7%, un crecimiento que, aunque moderado, casi triplica al de la industria de transformación en su conjunto (1,4%).

La producción de bienes intermedios es el otro pilar del sector industrial. Su peso relativo en la industria manufacturera se duplica durante las décadas de mayor crecimiento, pasando del 20,2% al 44,4% entre 1949 y 1980, manteniéndose después entre el 42% y el 43,5%. El grueso de esa producción responde a la demanda de las ramas de bienes de

⁵¹ Los datos de composición de las importaciones son para el periodo 1974-2005 y los obtenemos calculando a partir de datos de Funcex. La proporción de máquinas y equipos importados sobre el total confirman este aspecto: el promedio desde 1970 hasta la actualidad es muy reducido, de aproximadamente el 23%. Cálculos a partir de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

⁵² Dicho dinamismo se explica en buena medida, según veremos, por la entrada de empresas extranjeras. Los datos de la estructura de la industria de transformación no nos permiten identificar con precisión los bienes de consumo duradero, así que nos remitimos a los datos disponibles de crecimiento.

consumo duradero y, sólo en pequeña medida, suministra insumos a las ramas de bienes de capital. De cualquier modo, lo más relevante es que aunque Brasil muestra cierta especialización en bienes intermedios, la oferta nacional no resulta suficiente para cubrir las necesidades productivas del país. Por ello, la demanda interna es abastecida en buena parte mediante importaciones: las compras en el extranjero de bienes intermedios constituyen más de la mitad de las importaciones totales (el promedio entre 1974 y 2005 es del 51,8%).

La deficiente especialización productiva del país se confirma, por último, con el hecho de que las ramas industriales más tradicionales, dedicadas en su mayoría a la producción de bienes de consumo no duradero como alimentos y bebidas, textil, vestuario y calzado, nunca dejan de aglutinar una proporción muy relevante de la producción manufacturera. Lejos ya del 75% que representaba en 1950, antes de iniciarse la estrategia ISI, en 1980 aún supone cerca del 40% de la manufactura y en las últimas décadas sigue situándose entre el 33% y el 35%, una cuota relativa bastante elevada. Pensemos que desde 1981 hasta 2005 la rama de alimentación y bebidas mantiene estable su participación entre el 16% y el 20%, mientras que las ramas de textil, confecciones y calzados lo hacen entre el 7% y el 12%. Un peso específico tan elevado de ramas industriales poco intensivas en capital es consistente con las insuficiencias detectadas en las ramas de bienes de capital y de bienes intermedios que las abastecen.

En síntesis, la composición interna de la industria brasileña revela de forma contundente cuál es la debilidad productiva que arrastra: su incapacidad para producir bienes de capital, a lo que se suma el hecho de que las importaciones de maquinaria y equipos productivos sean también muy reducidas. En consecuencia, la especialización de la economía tampoco implica el impulso de una importante producción de bienes intermedios destinados a incorporarse en la producción de bienes de capital. La interacción negativa entre ambos aspectos constituye un LEDE fundamental, que identificamos al analizar la economía brasileña desde la perspectiva de su especialización productiva, y se complementa con otros dos LEDE que se aprecian desde la perspectiva de la dotación y la eficiencia de los recursos productivos: la debilidad del stock de capital y la reducida productividad del trabajo.

Cuando se examinan las condiciones del stock de capital se constatan dos hechos simultáneos: su dotación es modesta y su composición técnica muestra una mínima presencia de maquinaria y otros equipos productivos. El stock de capital experimenta un fuerte crecimiento (desde cifras iniciales muy bajas) durante el período 1950-1980, y

después desacelera notablemente su ritmo. Aun así, en el intervalo de 1950-2003 el stock creció a una tasa media cercana al 6% anual⁵³. Pero dicho stock incluye la construcción de viviendas residenciales, las infraestructuras públicas, así como la edificación, montajes e instalaciones de todo tipo, además de la maquinaria y otros equipos. Tomando exclusivamente el stock en maquinaria, los hechos delatan una realidad incontestable: entre 1950-2003 el stock apenas ha crecido a una media del 2,5% anual (a pesar de su misérrima cifra de partida) y en las tres últimas décadas, ni siquiera alcanza el 1% anual.

Durante las décadas de industrialización el stock privado de máquinas y equipos incrementa de forma muy moderada su peso relativo en el stock de capital, pasando del 23-24% en los primeros años cincuenta a un máximo del 29% a finales de los años setenta. Posteriormente reduce esa limitada participación, de forma que desde mediados de los noventa hasta la actualidad se mantiene en niveles extremadamente reducidos, por debajo del 18%. Por su parte, el stock de maquinaria y equipamiento público, que ni siquiera en los años sesenta y setenta supera el 3% del stock total, también desciende notablemente a partir de los años ochenta, anotando desde entonces valores ínfimos, próximos al 1%. En suma, y a diferencia de lo que caracteriza a los países desarrollados, en Brasil el stock en maquinaria y equipos constituye siempre una parte marginal dentro del stock de capital total. Incluso en los mejores momentos, a finales de los años setenta, se sitúa sólo en el 31%, mientras que en los últimos años apenas supone un 18-19%⁵⁴.

Por consiguiente, la dotación de capital directamente productivo ocupa una posición minoritaria y descendente en un stock total cuya magnitud es ciertamente modesta. Esta precariedad afecta por partida doble al comportamiento de la productividad: limita el crecimiento del coeficiente capital-trabajo y frena el descenso del coeficiente capital-producto, puesto que esa debilidad de los equipos productivos restringe la capacidad de la economía para incorporar y difundir progreso técnico. La conjunción de ambas componentes determina que la productividad del trabajo se incremente con lentitud. Así, y a pesar de que parte de un nivel indiscutiblemente reducido, ni siquiera durante las décadas de mayor dinamismo industrial la productividad del trabajo aumenta a un ritmo potente: diversas estimaciones la sitúan por debajo de una tasa anual del 4% entre 1950 y 1980. Posteriormente, su comportamiento pasa de ser decepcionante a directamente catastrófico: ronda el 0,2% anual⁵⁵.

⁵³ El crecimiento del stock de capital lo calculamos a partir de las estimaciones del anexo I de Feu (2004).

⁵⁴ Realizamos los cálculos de participación a partir del mismo anexo al que nos referimos en la nota anterior.

⁵⁵ Entre 1950 y 1980 Maddison (2002) estima que la productividad del trabajo crece a una tasa media del 3,7% anual, y Bonelli (2002) del 3,9%. Los resultados del primer autor son del 0,18% anual entre 1981 y 2005, mientras que el segundo obtiene una tasa del 0,24% anual para 1981-2000. Aunque hay discrepancias

Este aciago resultado deja patente que la reducida eficiencia forma parte del núcleo de LEDE que presenta la economía brasileña desde el lado de su capacidad productiva. Aún destaca de forma más contundente cuando se compara su evolución con la observada por los países desarrollados. Ya en 1950 el PIB por hora trabajada en Brasil constituía un 42% del francés, y un 32% del holandés, mientras que se situaba en niveles mucho más próximos a los de Grecia, Portugal y España, de entre el 85% y el 95%⁵⁶. Pero el paso de los años profundiza dichas diferencias de manera exagerada. Incluso entre 1950 y 1980, cuando más crece la productividad en Brasil, la distancia con todos los países europeos se ensancha. Y mucho peor es su evolución posterior, a pesar de verse parcialmente compensado por la ralentización del crecimiento europeo desde los años ochenta: en 2005 la productividad brasileña es aproximadamente el 20% de la que registran Francia y Holanda, y entre un 30% y un 40% de la que anotan Grecia, Portugal y España.

2.3. Insuficiencia crónica de demanda

2.3.1. Debilidad de la inversión

Las tres principales debilidades productivas señaladas (reducida dimensión de las ramas que producen bienes de capital, escasa capacidad tecnológica y pequeña magnitud del stock de capital en máquinas y equipos), se encuentran estrechamente relacionadas con el volumen y la composición de la inversión que se acomete en el país.

Al igual que sucede al analizar la dinámica productiva, la evolución de la inversión nos permite distinguir dos períodos diferenciados. En primer lugar, durante las décadas de 1950-1980 el fuerte crecimiento de la producción está respaldado por un rápido incremento de la formación bruta de capital fijo (FBCF), que registra una tasa de crecimiento anual del 9,4%, y, dentro de ella, de la inversión en maquinaria. No obstante, como ya hemos señalado con otras variables, hay que considerar que Brasil inicia este período con unos niveles de inversión ínfimos, de forma que su intenso crecimiento no es óbice para que, medido en términos absolutos, el volumen de inversión realizada siga siendo muy modesto. Lo comprobamos a continuación.

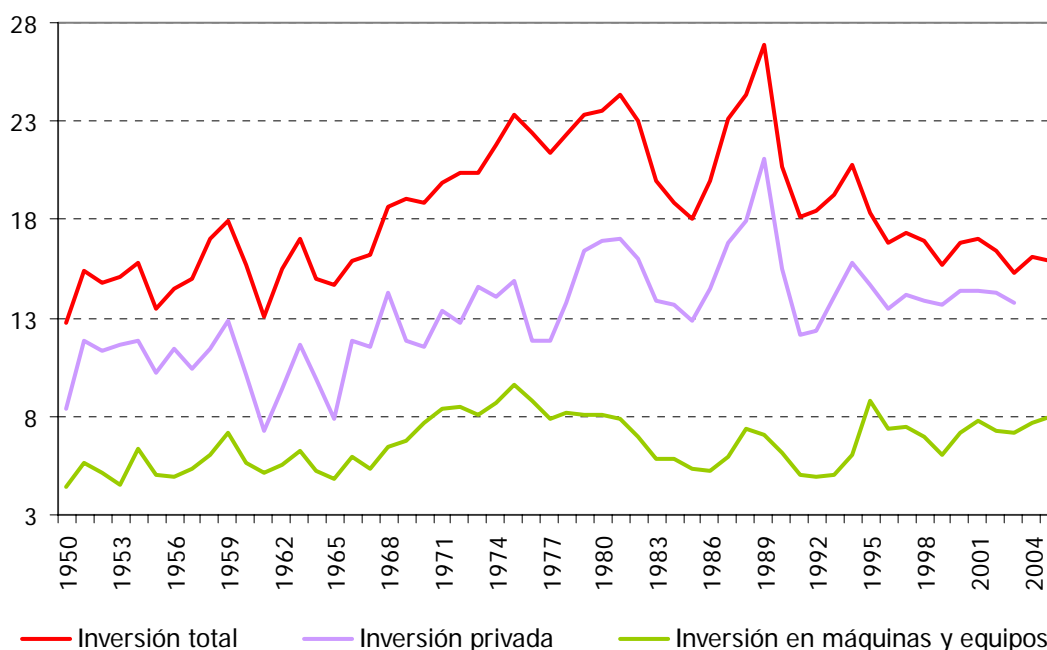
Por un lado, la tasa de inversión (FBCF/PIB) todavía se mantiene en porcentajes reducidos, 16,1% en promedio, durante los años sesenta, y alcanza su máximo al término de la

metodológicas sobre las estimaciones para la década de los noventa, incluso las versiones más optimistas arrojan un crecimiento muy moderado: Rocha (2007) lo estima en el 3,4% para el intervalo entre 1980 y 2001.

⁵⁶ Cálculos realizados a partir de Maddison (2002).

década siguiente con un porcentaje medio del 21,4% del PIB⁵⁷ (gráfico 2). Por tanto, ni siquiera durante el período de mayor intensidad inversora esa cuota alcanza un nivel relativo importante, quedando lejos del protagonismo adquirido en los países desarrollados durante su período de industrialización, con tasas de inversión situadas por encima del 25%, y algunos incluso del 30%, sostenidas de forma prolongada durante bastantes años.

Gráfico 2
Tasas de inversión: 1950-2005
(FBCF/PIB %)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) e IPEA.

Para calcular la tasa de inversión privada sustraemos la "FBCF de empresas estatales" que el IBGE anota en la partida de "FBCF de empresas y familias". Consiguientemente, incluimos esta partida para calcular la tasa de inversión pública.

Por otra parte, la composición de la inversión nos informa de que la parte destinada a equipamiento (maquinaria e instrumentos de trabajo) se mantiene en niveles muy reducidos. La tasa de inversión en máquinas y equipos (incluyendo la realizada tanto por empresas privadas como públicas) mantiene un promedio del 5,6% del PIB durante los años cincuenta y sesenta, elevándose hasta el 8,7% en la década siguiente. Es decir, ni siquiera en los años en que, según recoge el gráfico 2, esa inversión se incrementa con

⁵⁷ Según veremos en el capítulo 3, entre 1950 y 1980 en torno a un tercio de la inversión es pública. Las tasas de inversión, así como las participaciones relativas de los restantes componentes de la demanda agregada se calculan a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) e IPEA.

más fuerza, supera significativamente el 40% de la inversión total⁵⁸. De nuevo, el contraste con las experiencias de industrialización de los países desarrollados es elocuente: tras una primera fase de “capitalización inicial” que exige un alto componente de inversión no residencial en estructuras, es la inversión en máquinas y equipos la que asume el protagonismo, con niveles de participación que sobrepasan el 55-60% sobre la total.

Ahora bien, si durante aquellas décadas de mayor dinamismo la inversión arrastra las debilidades que acabamos de enumerar, peor aún es su evolución cuando al inicio de los años ochenta se interrumpe la expansión económica: su volumen apenas se incrementa, la tasa de inversión se reduce, y lo mismo sucede con la tasa de inversión en equipos productivos.

En efecto, entre 1981 y 2005 el crecimiento de la inversión es insignificante. Comienza reduciéndose a una tasa media anual del 0,7%, hasta 1992 y posteriormente crece a un ritmo muy reducido, del 1,6% anual. Si atendemos a la evolución de la inversión en máquinas y equipos los resultados no son mucho más alentadores: registra un crecimiento muy leve, del 1,4% anual, hasta 1992, y crece a un 3,4% anual durante los años siguientes. En suma, a lo largo de estos veinticinco años la dinámica inversora es desastrosa: la inversión total crece a una media de sólo el 0,5% anual, mientras que la destinada a equipamientos lo hace al 1,9%. Este pésimo comportamiento determina que desde los años noventa hasta la actualidad, aun tratándose de un período en el cual el PIB también crece a un ritmo lento, la tasa de inversión nunca alcance una cuota destacada, con un promedio en torno al 19%, mientras que la tasa de inversión en equipos se mantiene en torno al 6,5%.

En síntesis, durante las décadas de mayor crecimiento y transformaciones económicas, entre 1950 y 1980, Brasil no supera las restricciones estructurales que limitan su dinámica inversora, mientras que en el siguiente cuarto de siglo dichas restricciones se agudizan. Por ello, resulta evidente que la economía brasileña arrastra una deficiencia crónica de demanda de inversión, que aún es más acuciante en el caso de la inversión en maquinaria y otros equipos productivos.

⁵⁸ Es paradigmático que en este período la industria mecánica sólo concentra el 7,2% del total de inversiones destinadas a la industria de transformación. Cálculos para 1959-1980 a partir de IBGE (1990).

2.3.2. Estrechez y segmentación de la demanda de consumo

La estrechez del mercado interno, que se constata para la inversión, se refuerza con la que presenta el consumo privado. Entre 1950 y 1980, el consumo de las familias brasileñas se incrementa a una tasa media anual del 7%, convirtiéndose, junto con la inversión y el consumo realizado por el Estado, en los motores del potente crecimiento registrado. Por el contrario, a partir de entonces el consumo privado evoluciona lentamente, de forma que entre 1981 y 2005 anota un crecimiento medio muy leve, del 1,4% anual⁵⁹. Por consiguiente, considerando que los niveles iniciales de consumo, a mediados del siglo XX, son ínfimos, y que su ritmo de crecimiento queda bruscamente interrumpido a comienzos de los ochenta, cabe afirmar que el primer rasgo que pone de manifiesto la demanda de bienes y servicios de consumo es la reducida magnitud de su mercado interno.

Adicionalmente, como segundo rasgo, si el consumo final evoluciona de forma más dinámica es porque el consumo realizado por el Estado se incrementa a un ritmo importante y sostenido. El consumo público no sólo aumenta a una tasa media anual próxima a la del PIB durante las décadas de mayor dinamismo, del 6,6%, sino que también registra un incremento importante, del 5,3% anual, entre 1981 y 2005. Es así que a lo largo de los cincuenta y cinco años considerados, el consumo del Estado crece a un ritmo superior al 6% anual, es decir, bastante más de lo que lo hace el consumo privado. Como veremos, esa demanda pública ejerce una notable influencia en la dinámica económica del país. La contrapartida es que implica un gasto que debe financiarse, bien a través de una recaudación creciente, bien a través del endeudamiento.

El otro rasgo importante que revela el comportamiento del consumo privado es que se caracteriza por un grado de segmentación muy elevado. La composición del consumo de las familias delata una estructura muy polarizada, que se corresponde con dos patrones de consumo antagónicos: uno basado casi exclusivamente en bienes de subsistencia y otro que se concentra en la compra de bienes y servicios de elevada elasticidad renta⁶⁰.

Es sintomático que una parte relevante del consumo privado se componga de bienes duraderos, así como que una parte significativa sean bienes y servicios que sólo pueden ser adquiridos con niveles de renta medio-altos y altos. Así lo confirma el hecho de que los mercados de automóviles y de electrodomésticos sean de los más dinámicos. En realidad, es el crecimiento de dichos mercados el que explica la expansión del consumo privado

⁵⁹ Como consecuencia, el consumo privado pasa de suponer un 70,9% sobre la demanda agregada en el primer período, a descender casi diez puntos porcentuales, hasta el 62%, de promedio, en el segundo.

⁶⁰ Sobre la estructura y dinámica del consumo privado se puede consultar Gaiger *et al.* (2007).

durante las décadas de la industrialización y, aunque se ralentiza a partir de los años ochenta, siguen destacando entre los más importantes en la actualidad. En efecto, durante los años setenta las ventas de automóviles se disparan, incrementándose a una tasa anual del 13,1%, de forma que a finales de la década se vendían en Brasil aproximadamente 800.000 coches al año. En esos años el consumo de electrodomésticos también crece espectacularmente: el número de ventiladores vendidos lo hace al 15,1% anual, el de aparatos de radio al 14,2%, los equipos de aire acondicionado al 14%, las televisiones vendidas se incrementan al 13,6% cada año, y los frigoríficos al 12%. Pensemos que en los últimos años setenta los brasileños ya compran en torno a 2,8 millones de televisores, 5 millones de equipos de radio y 2 millones de frigoríficos al año⁶¹. El consumo de este tipo de bienes se reduce considerablemente desde los años ochenta, pero mantiene hasta la actualidad un ritmo de crecimiento superior al del consumo privado en su conjunto.

Al mismo tiempo, ciertos bienes de lujo también ocupan un lugar relevante en el mercado de consumo brasileño. Nos referimos a joyas, moda de alta costura, automóviles y equipos electrónicos de gama superior, yates y helicópteros de uso personal, etcétera. A título de ejemplos, cabe destacar que Brasil es el segundo país del mundo en ventas de plumas *Montblanc* y el noveno en ventas de coches de la marca *Ferrari* (Cauduro, 2004: 18). La empresa francesa *Louis Vuitton*, especializada en alta costura y complementos de lujo, tiene en São Paulo su quinta tienda a escala mundial por volumen de facturación⁶². Aunque la demanda de este tipo de bienes se sostiene, según analizamos en el apartado siguiente, por grupos sociales que representan una proporción muy reducida de la población, la dimensión del país determina que el mercado de lujo alcance un tamaño muy importante, que en la actualidad se calcula que mueve 5.000 millones de dólares anuales. No en vano, Brasil concentra el 70% del consumo de lujo que se realiza en América Latina, y se sitúa en el segundo puesto dentro del *ranking* mundial de mercados de lujo por potencial de crecimiento (ibídem)⁶³.

En definitiva, la estrechez y segmentación del consumo privado también se relaciona con una especialización productiva que se decanta por las ramas de bienes de consumo dentro de su estructura industrial, y que tiene su pilar fundamental en la producción de bienes de consumo duradero.

⁶¹ Los datos de venta de automóviles son de Anfavea y los de electrodomésticos de Abinee (tomados de IPEA).

⁶² Datos extractados de la investigación realizada por *MCF Consultoria & Conhecimento y Gfk Indicator* (2009).

⁶³ En este sentido es muy ilustrativo el análisis realizado por un ejecutivo de *Bang & Olufsen*, empresa fabricante de equipos de audio y vídeo de alto nivel: aunque calculan que la población brasileña que accede a sus productos es inferior al 1% sobre la total, esto supone un mercado potencial aproximadamente equivalente a la mitad del de Dinamarca, país de origen del grupo empresarial. Según concluye, "*Brasil es un país tan grande que es casi imposible no ganar dinero*" (revista *Veja*, 24 de julio de 2002, p. 28).

2.4. Distribución de la renta muy polarizada

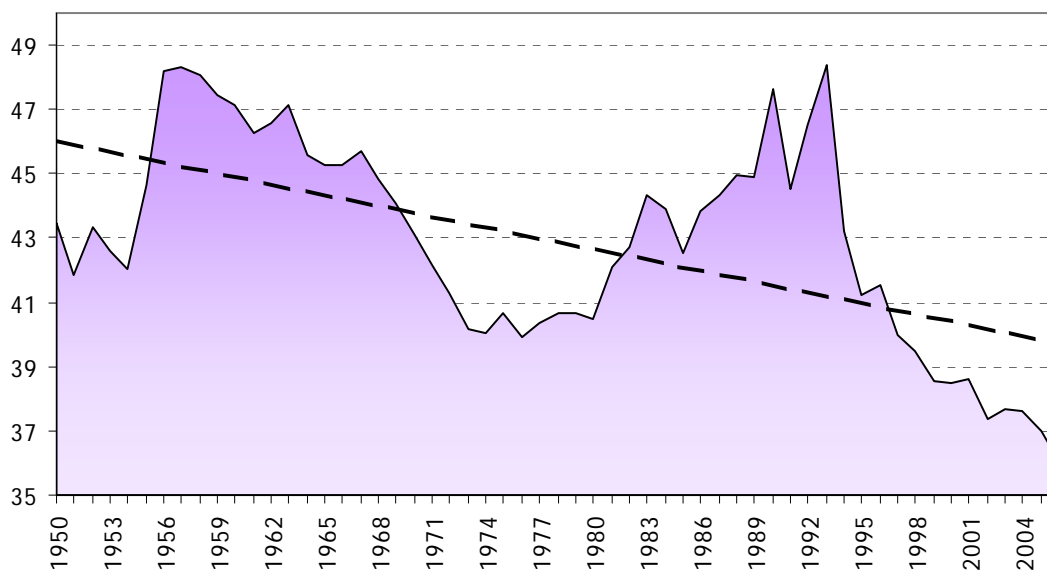
Según se plantea en el primer apartado del capítulo, la dimensión y la morfología de la demanda interna mantiene una estrecha relación con las características y la evolución de la distribución de la renta nacional.

Abordando en primer lugar la relación entre la distribución de la renta en Brasil y la demanda de consumo, en su volumen y composición, hay que comenzar destacando la baja participación de las rentas salariales sobre la renta global del país. En promedio, la masa salarial respecto del PIB mantiene un nivel muy reducido, inferior al 43%, mientras que en los países desarrollados los salarios registran una participación muy superior, situada según los casos entre el 55% y el 60%. Como vemos en el gráfico 3, a mediados de los años cincuenta la masa salarial alcanza un máximo puntual de participación del 48%, y tras mantenerse los siguientes años entre dicho valor y el 45%, inicia un hundimiento estrepitoso, de forma que en la década de los setenta la participación salarial arroja un promedio de sólo el 40,1%. Aunque se recupera durante los años ochenta y la primera mitad de la década de los noventa (período en el que la renta global permanece prácticamente estancada), después sobreviene un derrumbe de magnitud muy superior: en poco más de una década las rentas del trabajo pierden 12,3 puntos porcentuales sobre la renta total, de forma en la actualidad registran la participación mínima de la que tenemos constancia, situándose en torno al 36%.

El notable descenso que muestra la línea de tendencia del gráfico 3 no deja lugar a dudas acerca de los dos hechos fundamentales: la pérdida de participación de la retribución salarial en la renta global y su bajísimo nivel relativo desde mediados de los años noventa. Además, dicha evolución permite distinguir dos períodos diferenciados. Durante las tres primeras décadas, y a pesar de la intensa desaceleración que se produce entre finales de los años sesenta y los primeros setenta, la masa salarial se incrementa a una tasa media anual del 7,1%, similar a la que registran el PIB y el consumo privado. Así, aunque dicho crecimiento se ve parcialmente determinado por el rápido aumento del número de asalariados (la población activa urbana crece al 5% anual), cabe estimar que en estas décadas existe también cierta mejora en el salario unitario⁶⁴.

⁶⁴ Hasta el golpe de Estado de 1964, el denominado pacto populista representado por Vargas supone una mejora económica ostensible para el nuevo grupo de trabajadores urbanos industriales. Pensemos, por ejemplo, que en los años cincuenta el salario mínimo real se multiplica por tres. Sobre la evolución salarial en este período consultar Langoni (1973), Wells (1974 y 1977), Baer (1995), Lessa (1998) y Marques y Rego (2003).

Gráfico 3
Masa salarial: 1950-2005
 (% del PIB)



Elaboración propia siguiendo la metodología propuesta por Marquetti (2003) y Bruno (2007b) a partir de datos del mismo trabajo de Marquetti y de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*). La línea de tendencia es lineal.

La situación se revierte a partir de los años ochenta. De una parte, el crecimiento de la masa salarial se desacelera bruscamente: entre 1981 y 2005 apenas crece al 1,8% anual. De ese modo, aunque la creación de empleo también reduce su ritmo de crecimiento, teniendo en cuenta que el conjunto de la población activa urbana se incrementa al 3,4% anual, cabe deducir que el empleo asalariado sigue aumentando a un ritmo significativo, y, por tanto, que el salario unitario prácticamente no crece, o incluso desciende. La evolución del salario mínimo legal, el único que permite establecer una serie salarial homogénea desde 1950, confirma esa estimación⁶⁵. Tras incrementarse con fuerza en términos reales durante los años cincuenta y sesenta, retrocede a finales de esa década y comienzos de la siguiente. La posterior recuperación queda truncada al inicio de la década de los ochenta y vuelve a acusar una caída fortísima, de modo que al comenzar los años noventa el salario mínimo brasileño anota su valor mínimo, siendo aproximadamente un 38% del vigente durante la era Vargas. Aunque posteriormente mejora levemente, todavía en 2005 su valor equivale al que de principios de los años ochenta⁶⁶.

⁶⁵ La evolución del salario mínimo es indicativa porque las cláusulas de ajuste salarial, parte de los salarios informales y algunas prestaciones sociales se fijan tomándolo como referencia (Souza, 1989: 113). Sobre la relación entre el salario mínimo y el medio consultar Wells y Drobny (1982) y Baer (1995: 99).

⁶⁶ El valor real del salario mínimo lo tomamos de IPEA, que deflacta los valores nominales con el *Índice do Custo de Vida* (ICV) hasta 1979 y con el *Índice Nacional de Preços ao Consumidor* (INPC) a partir de ese año.

Además, hay que considerar que, como se explica en el capítulo 11, a partir de la década de los ochenta el mercado de trabajo brasileño se deteriora velozmente. La reducción de los ámbitos laborales más estructurados (la industria, incluida la producción estatal), la aparición del desempleo urbano como fenómeno masivo y el incremento de la informalidad, entre otros factores, determinan que la dispersión de los ingresos salariales se incremente, lo que nos indica que existen franjas importantes de trabajadores que, con toda seguridad, no experimentan ningún crecimiento de sus salarios reales.

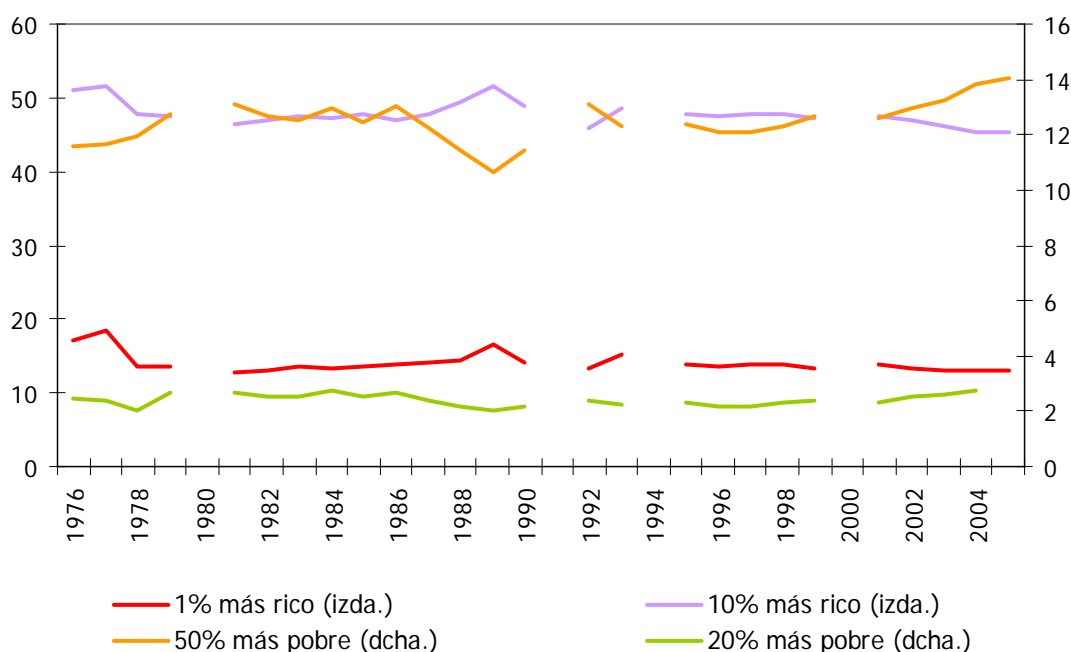
En definitiva, teniendo en cuenta que una gran parte de la población brasileña es asalariada y que la considerable parte de personas que trabajan en la economía informal recibe ingresos también muy reducidos, el patrón de distribución de renta vigente determina que la inmensa mayoría de las familias registre un crecimiento muy lento de sus ingresos y, consiguientemente, mantenga una capacidad de consumo muy restringida, que en grupos sociales muy amplios se sitúa en niveles próximos a los de subsistencia. En esa medida, el reparto de la renta entre capital y trabajo se convierte en un límite estructural que da lugar a la estrechez del mercado de consumo.

Simultáneamente, ese desigual reparto es también el que explica la dualización que adquiere ese mercado de consumo, ya que mientras el ingreso disponible de la mayoría de los hogares crece con lentitud y restringe su capacidad de compra a una cesta de bienes y servicios básicos, una parte reducida de los hogares, formada por las capas medias y altas de la sociedad, concentra proporciones muy elevadas de ingreso disponible y tiene una alta propensión al consumo de bienes de notable elasticidad-renta. Para constatarlo, es preciso complementar los datos de distribución funcional de la renta con la distribución del ingreso en términos personales⁶⁷. En efecto, Brasil es uno de los países del mundo cuya desigualdad de la renta es más exagerada⁶⁸. Por ejemplo, su índice Gini, que se sitúa en torno a 0,6, es de los más altos de Latinoamérica, siendo ésta la región con mayor desigualdad a escala mundial.

⁶⁷ Un grupo importante de trabajadores (informales y trabajadores rurales bajo una multiplicidad de estatus laborales, incluida la esclavitud) trabaja al margen de la actividad económica reglada, por lo que no se incluyen en los datos salariales que manejamos. La magnitud de este fenómeno es muy relevante: el IBGE calcula la tasa de informalidad actual en torno al 50%, mientras que las noticias de liberación de esclavos por la Fiscalía del Ministerio de Trabajo son frecuentes en la prensa nacional.

⁶⁸ Sobre el origen histórico de la extrema desigualdad brasileña se puede consultar Furtado (1959), Dos Santos (1994) y Lessa (2005).

Gráfico 4
Distribución personal de la renta: 1976-2005
 (% de la renta total)



Datos de IPEA (*Diretoria de Estudos Sociais*)

Otros datos abundan en la misma dirección: mientras que el 10% más rico de población acapara el 47,8% del ingreso disponible, un grupo cinco veces más numeroso, el del 50% con menos renta, vive con un ingreso casi cuatro veces inferior, el 12,5% sobre el total. Esto significa también que el 1% de la población compuesto por el estrato de ingresos más alto detenta una proporción de la renta (14%) que supera a la que tiene ese 50% más pobre. También hay que destacar que el 20% de población de menores ingresos, es decir, una cantidad muy grande de personas (en la actualidad ronda los 40 millones), apenas capta el 2,4% de la renta disponible, lo que les condena a vivir en condiciones de extrema precariedad, con niveles muy reducidos de consumo. Según ilustra el gráfico 4, más allá de oscilaciones irrelevantes, esta brutal radiografía socioeconómica se mantiene estable desde el inicio de las series estadísticas disponibles hasta la actualidad.

En el otro extremo está esa élite del 10% más rico, junto con otras franjas formadas por profesionales cualificados, propietarios de negocios de cierto tamaño, asalariados de mayor categoría y otros grupos sociales, cuya capacidad de consumo es de apreciable a extraordinaria, según su nivel de ingresos. Ellos son los que sostienen esa demanda de bienes duraderos de gamas superiores, así como otros bienes y servicios, que en parte se abastecen con producción interna y en parte deben ser importados. De esta forma, la consolidación de un mercado dinámico de bienes de consumo duradero se sostiene no sólo

por las familias más ricas, sino también por esos segmentos sociales intermedios con capacidad de compra suficiente, siendo aquella elite rica la que genera la demanda del dinámico mercado de bienes de lujo. Es importante considerar que aunque se trata de un grupo social y de un patrón de consumo minoritarios, la magnitud continental de Brasil hace que en cifras absolutas el número de consumidores y el valor de sus compras sean muy elevados. De ese modo, suponiendo que ese grupo represente sólo a un 20% de la población, eso significa que en 1950 estaba compuesto por unos 10 millones de personas y en la actualidad por 38 millones, las cuales concentran el 65% de la renta disponible⁶⁹, lo que implica que su mercado es bastante amplio. De la misma forma, aunque según las estimaciones, sólo entre un 1% y un 2,5% de la población accede al mercado de bienes de lujo, actualmente esto significa una demanda de entre 2 y 5 millones de personas.

Sin embargo, la relación entre la distribución de la renta y la demanda interna no se ciñe exclusivamente a los vínculos que hemos señalado con respecto a la estrechez y la segmentación de la demanda de consumo, sino que, simultáneamente, afecta al comportamiento de otro componente decisivo de la demanda: la inversión empresarial. El reparto del beneficio entre las diferentes facciones que componen la clase capitalista en Brasil explica la debilidad de la inversión productiva. Si la inversión depende fundamentalmente de las expectativas de rentabilidad de los empresarios, el simple repaso de los rasgos que caracterizan a esas facciones del capital, que concentran el poder económico y político del país, evidencia que sus condiciones son adversas para el crecimiento sostenido de la inversión.

a) Terratenientes. Este grupo hegemoniza el modelo primario exportador, captando una parte muy importante del ingreso nacional, pero su papel queda relegado según avanza la industrialización impulsada por la estrategia ISI. Algunas familias de *fazendeiros* conservan cierta presencia en el sector agroalimentario (soja, carne roja, café, caña de azúcar, algodón) y de recursos naturales. En cualquier caso, dichas actividades industriales, orientadas a la exportación, mantienen una conexión muy débil con el conjunto del tejido industrial.

b) Empresariado nacional. Las empresas estatales, en un primer momento, y las extranjeras posteriormente, son las protagonistas del dinamismo industrial, de modo que los empresarios brasileños juegan siempre un papel subsidiario. Así, en su condición de lo que se denominó "la pata débil del *trípé*", el empresariado nacional se concentra en actividades productivas y comerciales de tipo tradicional (bienes básicos de consumo en su

⁶⁹ Promedio para 1976-2005 calculado a partir de IPEA (*Diretoria de Estudos Sociais*).

mayoría) y en actividades de abastecimiento a las empresas extranjeras. Desde finales de los años setenta hasta la actualidad, con un grado de penetración extranjera en el sector industrial muy elevado, el control del capital nacional se concentra en las ramas de vestuario y calzado, alimentos y bebidas, actividades de edición y gráficas, o mobiliario⁷⁰. Ese tipo de bienes de consumo masivo es el único segmento productivo rentable al que accede el capital brasileño. Por una parte, el mercado de bienes de consumo más sofisticado está controlado por las empresas extranjeras. Por otro lado, la precariedad de la estructura productiva determina la inexistencia de rentabilidad suficiente en la producción de bienes de capital. Asimismo, la producción de bienes intermedios y de servicios básicos se lleva a cabo fundamentalmente a través de las empresas estatales, y pasa posteriormente a manos del capital extranjero mediante las privatizaciones. En consecuencia, su propia especialización en un segmento de escaso nivel de capitalización y dinamismo tecnológico, y cuyo potencial de crecimiento viene limitado por la exigua capacidad de consumo de la mayoría de la población, determina que los empresarios autóctonos obtengan tasas de rentabilidad reducidas. En coherencia, mantienen niveles de inversión también limitados, generando a su vez una demanda muy escasa de bienes de producción. Es por ello que, según veremos en el capítulo 11, los empresarios brasileños son proclives a desarrollar un comportamiento rentista cuando la dinámica de los mercados financieros permite la obtención de tasas de rentabilidad financiera elevadas⁷¹.

c) Capital financiero nacional. El surgimiento, la consolidación, y el funcionamiento del capital financiero nacional serán tratados en extenso a lo largo de la Tesis. Según veremos, hasta los años ochenta no existe propiamente un sistema financiero privado en el país, y en esa medida el capital financiero ocupa un lugar marginal, relegado a funciones secundarias y captando una cuota muy reducida de los beneficios empresariales. Entre 1950 y 1980, es el Estado, a través de las empresas productivas estatales y de la banca estatal (por tanto, ambas financiadas con recursos públicos), quien asume el protagonismo del proceso de industrialización. Pensemos, por ejemplo, que en los años sesenta los bancos comerciales privados proporcionan menos del 30% del crédito concedido⁷². Es a partir de la crisis de la deuda externa, y en el contexto de las políticas de ajuste que se aplican durante esos años, cuando se conforma una banca privada de cierto relieve. Ésta ya nace con una elevada propensión rentista que se alimenta del negocio

⁷⁰ La participación extranjera en el stock de capital en las ramas de vestuario y calzado se sitúa en torno al 3%, en alimentación y bebidas en el 11% y el 6% respectivamente, y en mobiliario oscila entre el 2% y el 5% (Gonçalves, 1999: 116 y 118).

⁷¹ Según planteamos en el capítulo 5, la lógica financiarizada que se instaura en los años noventa resulta en que ciertas empresas, en principio no financieras, dediquen tantos recursos al negocio financiero que pierde sentido su caracterización como capital "productivo".

⁷² Cálculos a partir de Andrezo y Lima (2002: 87).

financiero que (sin necesidad de intermediar entre el ahorro y la inversión productiva) posibilitan los títulos de deuda indexada emitidos por el Estado. Finalmente, en la década de los noventa se produce la consolidación definitiva de esta facción capitalista y de los segmentos nacionales que se vinculan a ella. Como veremos en los capítulos 9 y 10, el nuevo contexto de liberalización financiera, política monetaria favorable a los acreedores, privatizaciones y entrada masiva de capital extranjero, permite la obtención de rentabilidades financieras muy elevadas, y por tanto la captación de proporciones crecientes de los beneficios empresariales, a pesar de que la contribución del capital financiero a la financiación empresarial y el consumo privado es muy reducida.

d) Capital extranjero. Como también abordaremos con detalle a lo largo de la Tesis, en el transcurso del tiempo el capital internacional participa crecientemente en la dinámica económica del país. Desde los años setenta controla la producción de buena parte de los bienes de consumo duradero, es decir, los productos que cuentan con una demanda más amplia, lo cual le permite obtener beneficios importantes y estimula la dinámica inversora más notable en el conjunto en el sector industrial. De esta forma, aunque el capital extranjero expatría una parte importante de las rentas obtenidas de esa actividad productiva, también realiza reinversiones considerables y favorece con ello, hasta finales de los años setenta, el crecimiento de la inversión y la producción. Sin embargo, tras el colapso de la estrategia ISI, la desaceleración económica y el hundimiento del consumo privado determinan que la reinversión en el país de los beneficios obtenidos por el capital extranjero disminuya notablemente. Los estímulos a la inversión mejoran otra vez durante los años noventa, gracias al nuevo contexto de liberalización, apertura externa, y grandes privatizaciones en sectores muy atractivos, como los servicios básicos. No obstante, este contexto interno, en interacción con la nueva lógica financiarizada que según analizamos en el capítulo 5 rige los flujos internacionales de capital, determinan que el grueso de capital foráneo que acude al país sea de naturaleza financiera, atraído por la dinámica de los mercados financieros (tanto los de deuda como la bolsa). Se trata pues, según desarrollamos en los capítulos 9 y 10, de un capital que prioriza la obtención de rendimientos financieros en el corto plazo, por lo que se autorreproduce dentro del circuito financiero sin necesidad de intervenir en la actividad productiva. Según se aborda en el capítulo 11, este comportamiento resulta sintomático de la debilidad inversora del último período: el capital financiero internacional es la facción capitalista más dinámica y la que más beneficios obtiene, pero funciona al margen de la financiación de la inversión productiva.

En síntesis, la posición que ocupan los distintos tipos de empresarios en la actividad económica se convierte en un factor claramente desfavorable para el crecimiento sostenido de la inversión y, por ello, para la transformación de la especialización productiva, el mayor progreso tecnológico, el aumento de la productividad y otros rasgos que requiere la dinámica de acumulación de una economía desarrollada. Es por ello por lo que, cuando el Estado (que sostiene el crecimiento registrado entre 1950 y 1980) se retira de la actividad económica, los distintos grupos de capital nacional y extranjero que detentan, con distinto grado, el poder económico, mantienen una dinámica inversora débil.

2.5. Insuficiencia de ahorro interno: resultado de los LEDE y límite estructural adicional

Los elementos analizados hasta el momento determinan un comportamiento del ahorro interno que, a primera vista, pudiera parecer paradójico. La debilidad inversora, particularmente la reducida inversión en equipos y maquinaria, restringe la capacidad de acumulación de Brasil y con ello sus posibilidades de crecimiento. De forma simultánea, el esquema de distribución de la renta refuerza la debilidad de la inversión, a la vez que determina la estrechez del mercado interno de consumo, así como su diversificación en función de las pautas y de la fuerte propensión al consumo que mantiene un grupo social minoritario.

Como resultado de esos condicionantes estructurales el ahorro generado internamente es sistemáticamente bajo, de modo que, por sí mismo, es insuficiente para permitir un incremento potente y sostenido de la inversión. Así, esa insuficiencia de ahorro es un LEDE adicional para la economía brasileña porque restringe severamente las posibilidades de que la inversión se financie internamente. Dicha restricción opera a través de dos mecanismos. De una parte, como el nivel de renta nacional es reducido y además se distribuye de forma que el grueso de ésta es captado por grupos sociales que no tienen incentivos para invertir, la mayor parte de la renta se dedica al consumo, lo cual reduce el margen para la formación de ahorro. Por otro lado, si el contexto económico, social y político no favorece que ese reducido ahorro disponible se canalice, ya sea mediante el Estado o a través del sistema financiero, hacia grupos sociales con propensión a invertir, el ahorro saldrá del país, o permanecerá en él sin comprometerse con la actividad productiva.

La doble restricción del ahorro, en cuanto a su magnitud reducida y a su escasa movilización hacia destinos productivos, es una constante secular de la economía brasileña que adopta modalidades distintas a lo largo del tiempo.

Durante las décadas de gran crecimiento basado en el protagonismo estatal, entre 1950 y 1980, la restricción de ahorro se materializa en la problemática fiscal. En ese período el Estado, presto a intervenir en la actividad económica y comprometido con el crecimiento y la industrialización del país, se enfrenta a un dilema fundamental: el intento de superar la reproducción inercial de los LEDE obliga a acometer gastos de gran envergadura; pero si se somete a los LEDE proliferan las limitaciones estructurales que restringen su capacidad financiera. Pretender incidir sobre los LEDE, sin acometer las profundas transformaciones que requeriría liberarse de ellos, deriva, invariablemente según desarrollamos a lo largo de la Tesis, en la aparición de problemáticas adicionales.

En efecto, cada vez que el Estado pretende intervenir en la actividad económica mediante mecanismos que requieren un importante nivel de gasto, se topa con su debilidad financiera, que le aboca, bien a ensayar fórmulas de financiación (inflacionistas) insostenibles en el tiempo, bien a asumir crecientes niveles de endeudamiento, también insostenibles a largo plazo. El período de crecimiento de 1950-1980 aporta evidencias sobre cómo operan ambas restricciones cuando el Estado incrementa de forma considerable el gasto público, según se analiza en el capítulo 3.

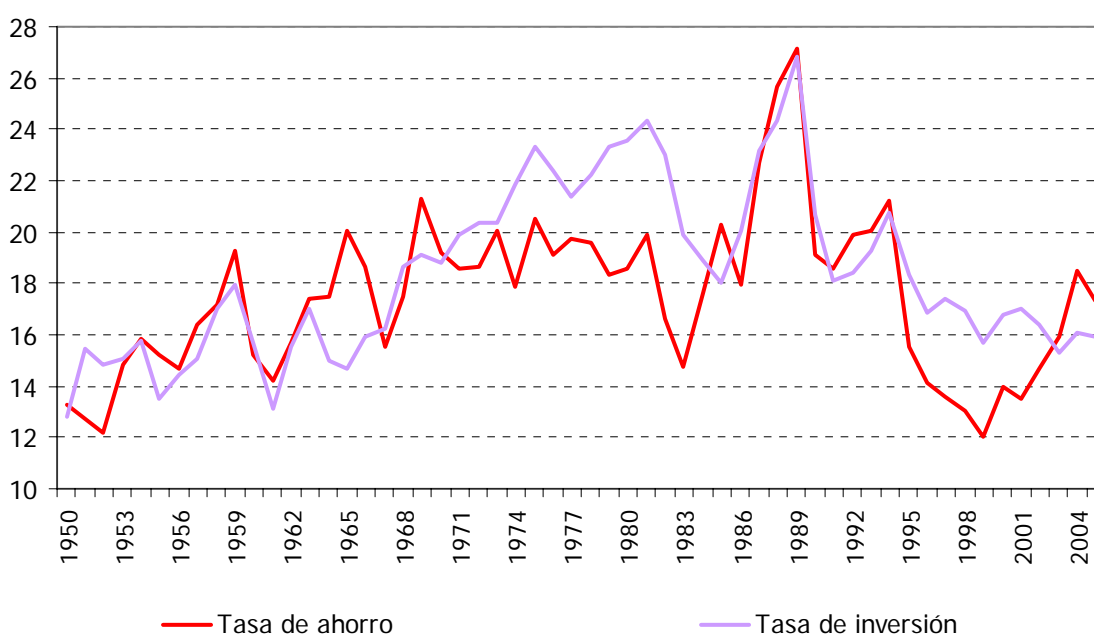
En un primer momento, hasta mediados de 1960, el Estado trata de impulsar el crecimiento y la transformación de la economía bajo tres restricciones: un modesto nivel de ahorro, equivalente en promedio al 15% del PIB; una reducida capacidad recaudatoria, donde los ingresos impositivos apenas equivalen al 16% del PIB⁷³, que limita la movilización de ese ahorro; y la imposibilidad de acceder a recursos financieros externos. En esas condiciones, la única forma de financiar el exceso de gasto público es mediante la continua expansión de la base monetaria, lo cual origina una inflación insostenible (según veremos superior al 80% en 1963 y 1964) que, finalmente, da al traste con el proceso de crecimiento.

Posteriormente, cuando el Estado asume la insostenibilidad de la vía inflacionista pero mantiene su pretensión de seguir impulsando la industrialización y el crecimiento nacional, sigue topándose con las dos primeras restricciones citadas: la tasa de ahorro se mantiene en un nivel mediocre (17-18% del PIB), y la mejora de la capacidad recaudatoria (20-25%

⁷³ Los datos de carga tributaria los obtenemos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

del PIB) sigue siendo insuficiente para financiar sus gastos. En esas condiciones, el único mecanismo que permite financiar durante la década de los setenta el desfase entre el ahorro interno y la inversión que se recoge en el gráfico 5 es acceder a ahorro externo, a través de créditos internacionales que se incrementan paulatinamente hasta superar algunos años de la segunda mitad de la década de los setenta el 4% del PIB. Como se analiza con detalle en el capítulo 3, el acceso al ahorro externo se trunca precipitadamente con el estallido de la crisis de la deuda en 1982.

Gráfico 5
Tasas de ahorro e inversión 1950-2005
(% del PIB)



Elaboración propia a partir de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

La insolvencia financiera externa sitúa a la economía brasileña en una situación muy crítica, que analizamos en el capítulo 4. La parálisis de la actividad productiva, el hundimiento de la inversión y las exigencias de priorizar los pagos de deuda externa, alteran radicalmente la relación entre ahorro interno e inversión, de forma que, mientras la tasa de inversión disminuye, la de ahorro se mantiene por encima del 20%, y en algunos años alcanza cotas máximas del 25-27%. El saldo externo deja de registrar déficit, debido a las enormes salidas de recursos derivadas de los pagos de deuda externa.

A partir de los primeros años noventa, y según planteamos en el capítulo 7, el Estado asume la perspectiva del "Consenso de Washington" sobre las posibilidades de crecimiento de los denominados mercados "emergentes", de modo que reemprende una estrategia de

crecimiento que, inevitablemente, vuelve a toparse con la restricción secular que supone la insuficiencia estructural de ahorro interno. Por una parte, la base tributaria del Estado continúa siendo endeble, lo cual dificulta el ahorro público. Por otro lado, el ahorro de la mayoría de la población (con ingresos muy bajos) se mantiene en niveles reducidos y, al mismo tiempo, tanto los hogares de mayores rentas como las empresas, que concentran la mayor parte del ahorro privado, apenas canalizan dicho ahorro hacia actividades productivas. Persiste, por tanto, la doble restricción que convierte al ahorro interno en una limitación estructural al desarrollo: escasa magnitud (de un promedio aproximado del 14% del PIB entre 1995 y 2003) y reducida movilidad hacia la inversión productiva. De nuevo, como muestra el gráfico 5, el diferencial entre la inversión y el ahorro se cubre con la entrada de capital extranjero. Pero también esta vez, como sucede cuando estalla la crisis de la deuda externa en 1982, el recurso creciente al ahorro externo termina colocando al país en una situación de vulnerabilidad financiera muy aguda, que se convertirá en un grave peligro cuando varíen las condiciones del contexto internacional, impactando duramente a la dinámica económica hasta colapsarla. El análisis de ese proceso se realiza en el capítulo 8.

En definitiva, la experiencia brasileña de las últimas seis décadas, analizada sintéticamente en este capítulo a través de sus principales relaciones macroeconómicas, pone de manifiesto tres hechos fundamentales que son un soporte básico de las hipótesis que planteamos en la Tesis. En primer lugar, se constata que a lo largo de estas décadas la economía de Brasil permanece sometida a restricciones de naturaleza estructural que interactúan entre sí y consolidan su subdesarrollo. En segundo lugar, dichas restricciones (LEDE) determinan una insuficiencia estructural de ahorro interno, ante la cual, las posibilidades de crecimiento del país pasan inevitablemente por la captación de capital extranjero. Por último, el recurso al ahorro externo permite que durante algunos años la economía crezca, pero simultáneamente contribuye a la consolidación de sus LEDE. Es por ello que los episodios de crecimiento alimentan hasta el extremo la vulnerabilidad financiera de Brasil respecto al exterior y, finalmente, colapsan de forma abrupta cuando las condiciones internacionales sufren alguna modificación adversa.

Capítulo 3

Crecimiento sometido a LEDE y basado en ahorro externo: vulnerabilidad financiera y colapso de la estrategia

El período 1950-1980 brinda una primera experiencia concluyente de lo que sucede cuando una economía sometida a límites estructurales que impiden su desarrollo trata de generar crecimiento económico a partir de la entrada de ahorro externo: acentúa su vulnerabilidad ante las condiciones financieras internacionales, de modo que, cualquier variación de éstas genera un *shock* que se propaga al interior de la economía y provoca la quiebra de la estrategia de crecimiento.

En efecto, durante aquellas tres décadas la economía brasileña crece de forma potente y sostenida, gracias a que el Estado toma las riendas del proceso de industrialización. Sin embargo, esa intervención estatal no es capaz de modificar los límites estructurales que arrastra la economía y, en esa medida, se encuentra con la restricción que implica la débil tasa de ahorro interno y su difícil movilización a través de la recaudación fiscal. En esas condiciones, hasta mediados de los años sesenta, el Estado promueve un primer intento para financiar (mediante mecanismos inflacionistas) el crecimiento sin recurrir al ahorro externo. Cuando ese intento fracasa, el gobierno militar reorienta la estrategia de crecimiento, manteniendo una fuerte intervención estatal que se sostiene mediante la captación de capital extranjero. Dicha reorientación tiene lugar en un contexto internacional favorable que facilita la entrada de capital internacional (sobre todo a través de créditos), de modo que durante los años setenta ese ahorro externo se convierte en el principal sostén de la política de industrialización y, por tanto, del crecimiento. Por esa razón, según avanza la década de los setenta la economía va gestando un grado de vulnerabilidad financiera externa cada vez más agudo. El peligro se hace efectivo cuando a partir de 1979 cambian las condiciones financieras externas. Los tipos de interés de los

créditos se elevan con rapidez y el dólar se aprecia intensamente, colocando súbitamente al país en una situación de insolvencia financiera. El encarecimiento de la deuda contraída y la imposibilidad de acceder a nuevos préstamos agotan las posibilidades de captación de ahorro externo y, con ello, precipitan el colapso de la estrategia de crecimiento.

3.1. La intervención estatal: clave de la estrategia de crecimiento

Entre 1950 y la crisis de la deuda externa que estalla en los años ochenta en Brasil opera un esquema de funcionamiento económico que permite tasas de crecimiento excepcionales, tanto del PIB como del PIB per cápita, así como la consolidación de un relativamente amplio y diversificado tejido industrial⁷⁴. A pesar de la crisis del trienio 1963-1965, durante aquellas tres décadas el PIB registra una tasa media de crecimiento del 7,4% anual, y en términos per cápita crece al 4,5% cada año. La industria crece aún más velozmente: a una tasa del 8,5% anual. Se trata de tasas muy altas que se mantienen durante un período de tiempo muy dilatado, por lo que en esos treinta años dan lugar a que el PIB se multiplique por más de nueve, el PIB por habitante casi por cuatro y la producción industrial por más de doce.

Este proceso de crecimiento y transformaciones estructurales sólo es posible gracias al papel central que asume el Estado dentro de la estrategia de crecimiento. La asunción de la industrialización como objetivo básico para la construcción de la identidad nacional, la ingente movilización de recursos necesarios, la configuración de un marco regulatorio funcional, y la garantía de un contexto político y social “estable”, sólo son posibles gracias al enorme protagonismo económico y político que el Estado juega en estas décadas⁷⁵.

Aunque la bibliografía especializada señala la crisis mundial de los años treinta y su repercusión sobre el sector cafetero como detonante del inicio de la industrialización brasileña, durante esos años se trata todavía de un proceso, prácticamente espontáneo, de internalización progresiva de ciertos bienes de consumo no duradero⁷⁶. Con el paso de los años y merced a la conformación de un nuevo bloque social hegemónico (formado por

⁷⁴ Para un análisis general de este período consultar Furtado (1959 y 1975), Dos Santos (1994), Tavares (1972), Bresser-Pereira (1986), Baer (1995), Rezende Filho (1999), Gremaud *et al.* (2002), Marques y Rego (2003) y Giambiagi *et al.* (2005).

⁷⁵ Una perspectiva general sobre el papel del Estado en el proceso de industrialización se puede encontrar en Afonso y Souza (1977), Ianni (1978 y 1996), Fiori (1992) y Begué (2001).

⁷⁶ Sobre el origen de la industrialización se puede consultar, Furtado (1959), Baer (1966), Delfim Netto (1966), Dean (1971), Silva (1973), Suzigan (1986), y Dos Santos (1994).

la incipiente burocracia estatal, la difusa burguesía industrial y los militares), a partir de la denominada “revolución” de 1930, se va consolidando lo que se conoce como pacto “populista-desarrollista”. Progresivamente, la industrialización va adquiriendo un nivel creciente de intencionalidad y apoyo gubernamental. La alianza de estos tres grupos sociales se dota de un discurso que aboga por la necesidad de que el Estado tome las riendas de la economía nacional, que se implementa definitivamente tras la vuelta al poder de Getúlio Vargas en 1950.

A partir de entonces queda explícitamente asumida la denominada estrategia ISI. En presencia de los elementos que reproducen el subdesarrollo brasileño, la industrialización sólo puede lograrse mediante una profunda y amplia intervención estatal. Consecuentemente, el Estado pasa a adoptar un papel estratégico fundamental, asumiendo tareas centrales para impulsar el proceso de acumulación, lo cual requiere la movilización de una cantidad ingente de recursos, tanto para la intervención estatal directa, como para poner en marcha mecanismos financieros que estimulen la participación del capital privado. Hasta el golpe de Estado de 1964 el apoyo estatal no discrimina entre el capital privado nacional y el extranjero pero, según se analiza en el apartado 3.2.2., a partir de esa fecha comienza a favorecer de forma específica al de origen foráneo.

3.1.1. Potente inversión pública

El Estado interviene directamente en la ampliación del proceso de acumulación asumiendo un papel central como productor. Dicha intervención se intensifica a lo largo del período y alcanza cotas elevadísimas en los años setenta. La producción estatal, canalizada fundamentalmente a través de las empresas públicas, se concentra en la creación de infraestructuras y el desarrollo de las ramas de la industria básica, con frecuencia en régimen de monopolio. Destaca la importancia pública en ramas fundamentales como la siderurgia, la extracción de minerales (incluido el petróleo), la energía en su conjunto y el transporte⁷⁷.

⁷⁷ El instrumento básico para la planificación de la actividad productiva estatal son los planes de desarrollo. Destacan el *Plano de Metas* (1956-1960), el *Plano Estratégico de Desenvolvimento* (1968-1970) y el *II Plano Nacional de Desenvolvimento* (1974-1979). Dichos planes ponen en marcha enormes programas de inversión pública en sectores estratégicos. Por ejemplo, el *Plano de Metas* acomete inversiones públicas equivalentes al 7,6% del PIB en 1957, con el 71,3% de los recursos destinados a transporte y energía, y el 22,3% a industrias básicas (Giambiagi *et al.*, 2005: 55).

Una aproximación al enorme volumen de recursos que moviliza el Estado para efectuar esa participación directa en la actividad productiva la obtenemos a través de los datos de participación de la inversión pública (que incluye las inversiones realizadas por las empresas estatales) sobre la total que recoge el cuadro 1. El porcentaje medio para las tres décadas es de un tercio, como consecuencia de que va incrementando su participación desde el 24,9% en la primera mitad de los años cincuenta hasta el 36,2% en la década de los setenta. Además, hay que considerar que ese incremento del protagonismo inversor del Estado tiene lugar conforme los niveles de inversión total también crecen con rapidez. Así, a lo largo del período la inversión pública más que duplica su peso sobre el PIB y alcanza proporciones extremadamente elevadas: pasa del 3,6% hasta al 7,7%, arrojando un promedio para todo el período de casi el 6% del PIB.

Cuadro 1
Inversión pública
(% de la inversión total y % del PIB)

	Inversión pública (% de la total)	Inversión de las empresas estatales (% de la total)	Inversión pública (% PIB)	Inversión de las empresas estatales (% PIB)
1950-1956	24,9	2,7	3,6	0,4
1957-1965	35,9	10,4	5,6	1,6
1966-1968*	25,8	n.d.	4,4	n.d.
1969-1980	36,2	18,4	7,7	4,0
1950-1980	33,9	11,9	5,8	2,3

Elaboración propia a partir de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) e IPEA.

La inversión de las empresas estatales se incluye en la inversión pública.

* No están disponibles los datos de inversión de empresas estatales para los años 1966-1968, por lo cual se infravalora la inversión pública en ese período.

La mayor parte de ese esfuerzo inversor estatal se canaliza a través de las empresas públicas, de tal manera que en la primera mitad de los años cincuenta dichas empresas realizan sólo el 2,7% de la inversión total (equivalente al 0,4% sobre el PIB), mientras que en la década de los setenta son responsables del 18,4% de la inversión acometida en el país, lo que supone el 4% del PIB⁷⁸. Además, las empresas públicas concentran sus inversiones en ramas particularmente estratégicas: destinan la mayor parte de sus

⁷⁸ Las empresas estatales incrementan paralelamente su presencia en el tejido empresarial. En 1962, 12 de las 30 empresas no financieras con mayor patrimonio eran públicas, y las 18 restantes privadas. En 1979 sólo quedan 2 privadas entre las 30 mayores: 28, por tanto, son de titularidad estatal (Begué, 2001: 203).

inversiones (43,6%) a la industria de transformación, seguida de la energía y el transporte, con el 16,9% y el 16,8% respectivamente⁷⁹.

3.1.2. Transferencia directa de recursos públicos hacia el capital privado

El Estado también emplea una gran cantidad de recursos en financiar a las empresas privadas, ya sea de forma directa o mediante la concesión de crédito público subvencionado. Esta función la ejerce a través de la red de instituciones públicas de crédito, en particular el *Banco do Brasil* y, sobre todo, el BNDES, que se convierte en el pilar financiero de la estrategia de industrialización. Creado en 1952 para financiar los grandes proyectos de infraestructuras públicas, fundamentalmente de energía eléctrica y transporte, el BNDES asume paulatinamente un papel creciente en la financiación de la actividad empresarial privada. Por ejemplo, según la planificación de fuentes y usos de la institución pública para el bienio 1975-1976, el 54,3% de los fondos se destinan a la partida "Fortalecimiento de la Empresa Nacional" (Lessa, 1998: 96). En esos años el papel del crédito público es crucial para la financiación de las empresas privadas: la banca pública concede dos tercios del crédito que recibe el sector privado, y en buena parte es crédito subvencionado. El cálculo es complejo, debido a la multiplicidad de los mecanismos mediante los que se concede el crédito público, pero se estima que el subsidio crediticio otorgado explícitamente a las ramas agropecuaria, energética y de exportación, supone el 2% del PIB en 1976 y el 4% en 1980 (Carneiro, 2002: 99).

Además, el Estado transfiere recursos a los empresarios a través de subsidios e incentivos fiscales, los cuales se intensifican a lo largo del período. El total de subsidios recibidos por el sector privado representa un 1,3% del PIB en 1974 y un 6% en 1980. Si añadimos los recursos transferidos mediante incentivos fiscales, en esos años el volumen total de recursos asciende desde el 3% al 7,6% (ibídem).

3.1.3. Transferencia indirecta de recursos al capital privado mediante las empresas estatales

La propia actividad productiva del sector público, en particular la que desarrollan las empresas estatales, supone una importante transferencia de beneficios potenciales para el capital privado que opera en el país⁸⁰. Dicha transferencia se articula mediante dos mecanismos: el reparto mismo de ramas productivas entre las empresas públicas y las de

⁷⁹ Cálculos realizados a partir de datos de FGV (*Instituto Brasileiro de Economia*).

⁸⁰ Sobre las dificultades financieras de las empresas estatales se puede consultar Lessa (1988: 149-165).

capital privado, y el sistema de precios regulados (tarifas) mediante el cual las estatales venden insumos básicos al tejido industrial nacional.

En efecto, la división productiva establecida entre las empresas públicas y privadas supone en sí misma una importante transferencia de recursos públicos al capital privado. El propio gobierno lo expresa con claridad meridiana: "*El Sector Público asume la mayor carga de los sectores que demandan inversiones gigantes con plazos de maduración largos y, en general, menor rentabilidad directa*" (citado por Lessa, 1998: 158). Tal y como sigue argumentando el texto gubernamental, los datos verifican que las empresas públicas asumen eficazmente el papel asignado. Según un censo de 1974 de las mil mayores empresas brasileñas, las de titularidad pública, a las que corresponde casi la mitad del patrimonio total (un 49,5%), sólo registran el 23% de la facturación, mientras que son responsables de una participación en la inversión que duplica ese porcentaje. La desproporción entre los ingresos obtenidos y las inversiones realizadas señala que las empresas privadas están concentradas en las áreas más rentables. Siguiendo con las declaraciones gubernamentales extractadas por Lessa "[...] *el Sector Público se ocupa de las áreas complementarias y que viabilizan la actividad del sector privado, en lugar de involucrarse en actividades competitivas como lo hace este último que puede, así, responsabilizarse de áreas que demandan menor volumen de inversión, tienen un plazo de maduración más corto y mayor rentabilidad directa*".

En segundo lugar, las empresas públicas colaboran en el logro de la rentabilidad privada a través de una política de precios bajos que beneficia a las empresas a las que abastecen de insumos básicos. Se establece así un sistema de tarifas que, deliberadamente, limita el incremento de los precios por debajo del crecimiento de la inflación. De esta forma, las empresas públicas más importantes en la producción de ramas industriales básicas acumulan diferenciales enormes de sus precios en términos reales⁸¹, que deterioran seriamente su capacidad financiera y suponen una elevada transferencia en beneficio del capital privado.

Por último, hay que destacar que el Estado brasileño también asume tareas que no precisan de un esfuerzo financiero tan grande como las que acabamos de analizar, sin dejar por ello de ser necesarias dentro de la estrategia de crecimiento e industrialización. En ese sentido, por ejemplo, cabe destacar el importante papel que juega el establecimiento de una fuerte protección arancelaria que, en coherencia con la estrategia

⁸¹ Destacan los desfases registrados por *Petrobras, Siderbrás, Electrobrás, Telebrás, Portobrás y Companhia Vale do Rio Doce* (Carneiro, 2002: 185).

emprendida, se concentra en proteger el mercado interno de consumo, lo mismo que sucede con la aplicación de una política cambiaria al servicio de la industria nacional⁸². Igualmente, el Estado ejerce una función económica fundamental porque garantiza la estabilidad social que necesita el normal funcionamiento del proceso de acumulación⁸³.

3.2. La restricción impuesta por los LEDE: la necesidad de captar ahorro externo para sostener el crecimiento

3.2.1. Primera evidencia: la imposibilidad de crecer sin recursos externos

En suma, los mecanismos estatales que sostienen el potente crecimiento de esas décadas exigen la disponibilidad de un gran volumen de recursos públicos; una magnitud ciertamente cuantiosa teniendo en cuenta que la dimensión de la participación estatal en la economía es muy alta. Además de los desembolsos destinados a la inversión (en promedio un 5,8% del PIB), el Estado también mantiene un nivel de consumo corriente elevado, de modo que la demanda pública alcanza una media cercana al 17% del PIB.

En principio, cabría pensar que los recursos necesarios para financiar esa demanda pública de consumo e inversión podrían captarse a través del sistema fiscal. Sin embargo, la persistencia de los límites estructurales que operan desde el ámbito de la distribución de la renta, relacionados directamente con el marco sociopolítico del país, restringen severamente la capacidad del Estado brasileño para obtener recursos por la vía recaudatoria. El grupo social que concentra la mayor parte de la renta, del que se podría captar un volumen de ahorro significativo a través del sistema impositivo, es extremadamente reducido, pero su posición de poder dentro del aparato estatal impide que se acometa la reforma fiscal que sería necesaria para lograrlo. En efecto, entre 1950 y 1965 los ingresos de carácter impositivo representan sólo el 16,5% sobre el PIB. Por ese motivo, la vía fiscal es un mecanismo insuficiente para que el Estado brasileño disponga de capacidad para financiar el fuerte gasto que requiere el protagonismo que asume en la economía.

⁸² Las tarifas que protegen las importaciones de bienes de consumo pasan del 17,8% al 68,2% entre 1955 y 1980. Las de bienes de capital, sin embargo, se protegen menos: pasan del 11,4% al 49%, según datos de IPEA. Además, en 1958 se instaura un sistema cambiario por tramos que favorece la importación de bienes intermedios y de insumos básicos (Giambiagi *et al.*, 2005: 347).

⁸³ Esta función se realiza primero a través del denominado pacto "populista", cuyo símbolo es Vargas. Desde el golpe militar de 1964 la "paz social" ya no se logra mediante la "concertación", sino a través de la represión política y sindical. Se puede consultar MST (2002), Mattos (2003) y Konder (2003).

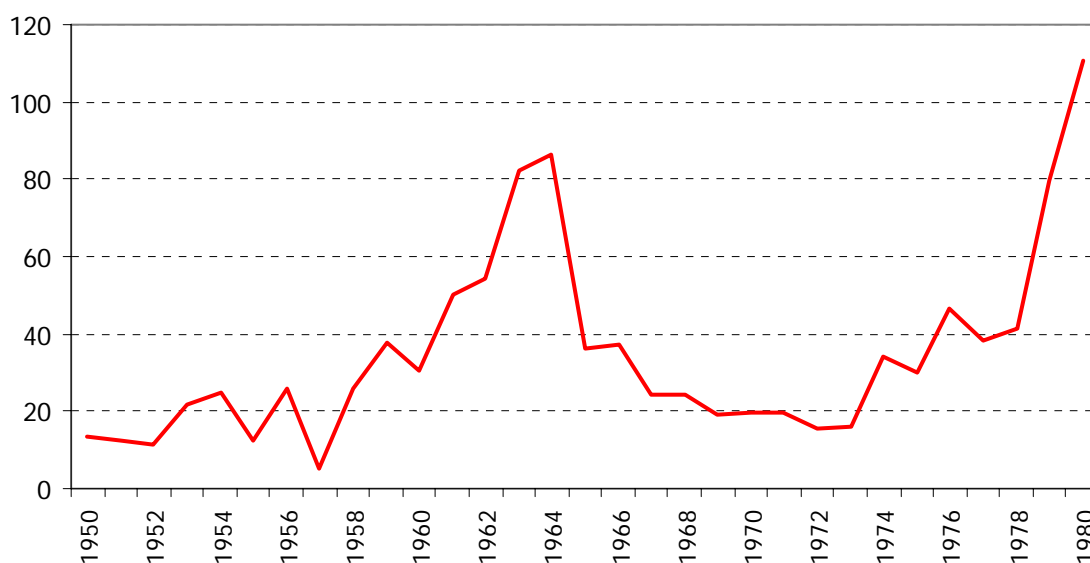
Al mismo tiempo, el recurso al endeudamiento público, que sería una fórmula complementaria para la financiación estatal, también encuentra obstáculos de orden estructural. Por un lado, la escasez de ahorro interno restringe por sí misma las posibilidades de captar recursos por esa vía. Pero además, la inexistencia de un mercado financiero mínimamente dinámico ni siquiera permite al Estado explorar las posibilidades del endeudamiento, ya sea mediante créditos o a través de la emisión de títulos. El propio entramado legal de la época imposibilita cualquier intento en este sentido. Por ejemplo, la *Lei de Usura* impone un tipo de interés nominal máximo del 12% anual, mientras que la *Cláusula Ouro* prohíbe expresamente cualquier mecanismo de corrección monetaria⁸⁴. En un contexto de inflación elevada, como el que caracteriza a las décadas de los cincuenta y sesenta, ambas condiciones imposibilitan que los títulos públicos ofrezcan rentabilidad en términos reales por lo que, *de facto*, impiden el recurso al endeudamiento público mediante la emisión de esos títulos.

De esta forma, los obstáculos existentes inhabilitan al Estado brasileño para financiar sus funciones económicas mediante la ampliación de sus ingresos fiscales y/o de su nivel de endeudamiento. Como el acceso a financiación externa también está restringido por las condiciones internacionales vigentes en aquellas décadas, la única fórmula que le resta para financiar los gastos es a través del incremento de base monetaria, es decir, acudiendo directamente a la emisión de moneda por parte del banco central. Esta es la vía, o más bien el "atajo", con el cual el Estado trata de esquivar sus limitaciones estructurales para financiar el crecimiento durante aquellos años. En efecto, cuando los gastos públicos comienzan a acelerar su ascenso, se dispara la base monetaria, de modo que entre 1957 y 1962 su ratio respecto al PIB crece a una tasa media anual seis puntos porcentuales por encima de la registrada entre 1950 y 1956⁸⁵. Consiguientemente, según recoge el gráfico 6, esa creciente liquidez monetaria hace que a partir de 1958 se inicie una rápida escalada del índice general de precios. Si entre 1950 y 1957 la inflación media anual, medida por el *Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna* (IGP-DI) es del 16%, en 1962 ya alcanza el 54,1% anual.

⁸⁴ Ambas leyes, de 1933, no tienen efectos restrictivos en su origen debido a que el crecimiento de precios en esa época es reducido.

⁸⁵ Cálculos a partir de BCB (*Boletim, Moeda*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

Gráfico 6
Tasa de inflación: 1950-1980
 (IGP-DI, % anual)



Datos de *Fundação Getúlio Vargas (Cojuntura Econômica)*.
Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna (IGP-DI).

La incontenible escalada inflacionaria delata las limitaciones de la opción financiera que utiliza el Estado durante estos primeros años y motiva la aplicación inmediata de un programa de ajuste muy contractivo, el *Plano de Ação Econômica do Governo*. Éste incluye medidas recesivas de tipo monetario, fiscal y salarial que quiebran bruscamente la trayectoria de crecimiento: el crecimiento medio del PIB en el trienio 1963-1965 se reduce al 2,1% anual, mientras que el PIB per cápita decrece a un ritmo de -0,7%. Por su parte, como se aprecia en el gráfico 6, la inflación, lejos de desacelerarse todavía intensifica más su escalada, alcanzando sus niveles máximos en 1963 y 1964, con tasas del 82% y el 86,5% anual respectivamente.

En definitiva, la crisis de 1963-1965 evidencia la insostenibilidad de aquella primera fórmula con la que el Estado financia su intervención. Y por ende, descubre una debilidad fundamental de cualquier estrategia de crecimiento que conviva con los LEDE: sus dificultades de financiación. La insuficiencia de la vía fiscal da lugar a que, si tal y como sucede, el Estado insiste en su objetivo de dinamizar el crecimiento, éste genere de forma inexorable déficit públicos crecientes. Agotada la vía inflacionaria, la financiación de dichos déficit pasa, ineludiblemente, por captar recursos a través del endeudamiento.

No obstante, las posibilidades de acudir al endeudamiento del gobierno en el interior del país siguen siendo precarias: el ahorro generado es reducido (inferior al 16% del PIB) y tanto la distribución polarizada de la renta como la debilidad del sistema financiero impiden su movilidad. Por tanto, siempre y cuando el contexto internacional lo permita, la única alternativa pasa a ser la captación de ahorro externo por parte del Estado; para lo cual, la estrategia de crecimiento tiene que ser reorientada.

3.2.2. Reorientación de la estrategia hacia la captación de ahorro externo

El gobierno que toma el poder con el golpe de Estado de 1964 lleva a cabo esa reorientación de la estrategia, situando la captación de ahorro externo en el centro de aquélla. Aunque en esos años el gobierno militar acomete también una reforma fiscal, ésta sigue siendo insuficiente para dotar al Estado de la amplia y estable base fiscal que necesita. En efecto, la carga tributaria se eleva, pero no en las proporciones requeridas: pasa del 16,1 al 24,3% del PIB entre 1963 y 1968. Además, esa reforma intensifica la regresividad del sistema fiscal. Los 8,2 puntos porcentuales de incremento de la carga tributaria total proceden de un aumento de 3,2 puntos de la imposición directa y de otros 5 puntos de incremento de los impuestos indirectos⁸⁶. Complementariamente, hay que destacar que la dictadura supone el tránsito de un régimen de “concertación social” a otro de carácter represivo, lo que permite la implementación de un severo ajuste salarial que amplía la parte de ingresos que tanto el Estado como directamente los empresarios sustraen a los trabajadores. Dicho ajuste salarial se aplica mediante varios mecanismos, entre los que destacan la constitución de los “fondos de ahorro forzoso”⁸⁷, los nuevos mecanismos de reajuste salarial⁸⁸, así como la ya comentada agudización de la regresividad del sistema fiscal.

Por otro lado, tras su llegada al poder los militares también aplican medidas que favorecen un primer desarrollo del sistema financiero nacional⁸⁹. En 1964 se acomete la reformulación institucional del sistema mediante la *Lei da Reforma Bancaria* y, un año

⁸⁶ El desglose de la carta tributaria lo obtenemos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

⁸⁷ Los fondos de ahorro forzoso más importantes son el FGTS, creado en 1966 y el PIS-PASEP, de 1970. Su titularidad corresponde a los trabajadores que, sin embargo, sólo disponen de sus recursos en las condiciones previstas por la ley. Hasta entonces, los recursos, gestionados por la banca pública, están a disposición del Estado.

⁸⁸ Se basan en la inflación estimada y no en la efectiva, lo que determina el retroceso sistemático de los salarios reales. Se aplica inicialmente a los trabajadores públicos y en 1966 se extiende a los del sector privado (Giambiagi *et al.*, 2005: 72).

⁸⁹ Sobre este tema se puede consultar Vital (1981), Andrezo y Lima (2002: 23-33), Gremaud *et al.* (2002: 391-397) y Giambiagi *et al.* (2005: 73-78),

después, la *Lei do Mercado de Capitais* organiza el mercado de capitales bajo la disciplina del *Conselho Monetário Nacional* (CMN) y la fiscalización del *Banco Central do Brasil* (BCB). Complementariamente, la reforma fiscal incluye medidas orientadas a la creación y dinamización del mercado de capitales: se conceden exenciones a las empresas abiertas y se diseñan múltiples incentivos fiscales para estimular el ahorro en activos financieros⁹⁰. Además, dado que la antigua legislación impide *de facto* la emisión de títulos financieros en un contexto de inflación, también en 1964 se aprueba la *Lei de Correção Monetária*, que mediante la corrección monetaria protege los activos financieros de la corrosión inflacionaria. Con ese objeto se crean dos nuevos títulos públicos, las *Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional* (ORTN) en 1964 y las *Letras do Tesouro Nacional* (LTN) en 1970, ambos con corrección monetaria diseñados para, respectivamente, financiar los gastos públicos y controlar la liquidez mediante operaciones de mercado abierto. No obstante, el ahorro que el Estado capta mediante sus títulos de deuda continúa siendo bastante reducido. Pensemos que en 1975 el total de títulos federales emitidos constituye sólo el 9,3% del PIB⁹¹.

Aunque según recoge el gráfico 5 (capítulo 2) durante estos años la emisión de títulos públicos con corrección monetaria estimula el ahorro privado nacional, éste no llega a alcanzar un nivel suficiente con respecto a la colosal movilización de recursos que se necesita. Es por ello por lo que, como adelantamos, la reorientación de la estrategia que efectúa el gobierno militar consiste fundamentalmente en habilitar mecanismos que posibiliten el acceso al ahorro externo.

Por una parte, la entrada de flujos de inversión extranjera directa encuentra un contexto favorable derivado de las medidas adoptadas para favorecer al conjunto del capital privado, como se analiza en los apartados 3.1.2. y 3.1.3. La mayoría de esas medidas no discriminan sus efectos en función de la nacionalidad del capital, sino que generan impactos positivos generales sobre la actividad productiva localizada en el territorio nacional y orientada al mercado interno. Así, tanto la configuración de un entorno de protección comercial y un sistema cambiario favorable, como la financiación pública, son cruciales para que el capital extranjero entre y se instale para producir en el país⁹². A partir de este contexto, el gobierno militar altera el tratamiento legal que recibe la

⁹⁰ El más importante son los *Fundos Fiscais* 157 creados en 1967, mediante los que el Estado renuncia a una porción del impuesto sobre la renta a condición de que se destine a fondos de inversión privados (Andrezo y Lima, 2002: 78-79).

⁹¹ Cálculos a partir de datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*)

⁹² A mediados de los años cincuenta comienzan a aplicarse algunas medidas, pero todavía incipientes, específicamente orientadas a la atracción de inversiones extranjeras directas. Destacan la Instrucción nº 113 del Sumoc y las Leyes 4.131 y 4.390 (Gonçalves, 1999: 59-61).

inversión directa que ingresa en el país haciéndolo aún más favorable. El mismo año del golpe de Estado modifica la *Lei de Capitais Estrangeiros* de 1962 y elimina las limitaciones que restringen la entrada de capital internacional. Hasta entonces las remesas anuales de beneficios no podían superar el 10% de las inversiones registradas y las amortizaciones no podían superar el 20% del capital.

En 1967 el régimen militar también altera sustancialmente la legislación que regula las entradas y salidas de capital financiero. En particular, la nueva legislación posibilita la entrada masiva de créditos bancarios externos a través de dos mecanismos (Andrezo y Lima, 2002: 35-37). Por un lado, permite que los bancos comerciales nacionales capten créditos extranjeros que posteriormente traspasan al sector no financiero del país (a través de la Resolución nº 63 del BCB). Por otra parte, facilita que las empresas nacionales se endeuden en el exterior de forma directa, modificando para ello la Ley nº 4.131. Adicionalmente, en 1969 se estimulan más los movimientos financieros transfronterizos con la creación de las cuentas denominadas CC5, que permiten a los extranjeros mantener depósitos en moneda nacional que pueden ser traspasados al exterior con una normativa legal muy flexible⁹³. Estas medidas coinciden en el tiempo con una creciente salida de inversiones directas desde Estados Unidos y otros países desarrollados, así como con la existencia de una cierta liquidez en dólares y la posibilidad de diversificar la obtención de créditos nominados en esa moneda en los mercados internacionales. No obstante, la expansión de la liquidez y las mayores fuentes crediticias se desarrollarán a mediados de los años setenta.

3.2.3. Entrada de ahorro externo

Por tanto, a partir de finales de los años sesenta las condiciones favorables del contexto financiero internacional se conjugan con las medidas aplicadas por el gobierno militar, y permiten que Brasil supla su deficiencia de ahorro interno con la captación de un volumen muy importante de capital extranjero. Si entre 1950 y 1967 el país apenas recibe recursos externos (las entradas financieras netas sólo suponen un promedio anual de 234 millones de dólares), durante los años siguientes las entradas crecen a un ritmo trepidante. Entre 1967 y el final de los años setenta Brasil pasa de anotar en su cuenta financiera un saldo neto inferior a 50 millones de dólares anuales a otro de casi 12.000 millones⁹⁴.

⁹³ Según se aborda en el capítulo 7, a principios de los años noventa el BCB modifica la normativa que regula las CC5, que se convierten así en un instrumento fundamental para la liberalización financiera.

⁹⁴ Si no indicamos lo contrario, los datos de saldos y flujos externos que facilitamos a lo largo de la Tesis los hemos elaborado a partir de las balanzas de pagos, anuales, trimestrales o mensuales, que publica el BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

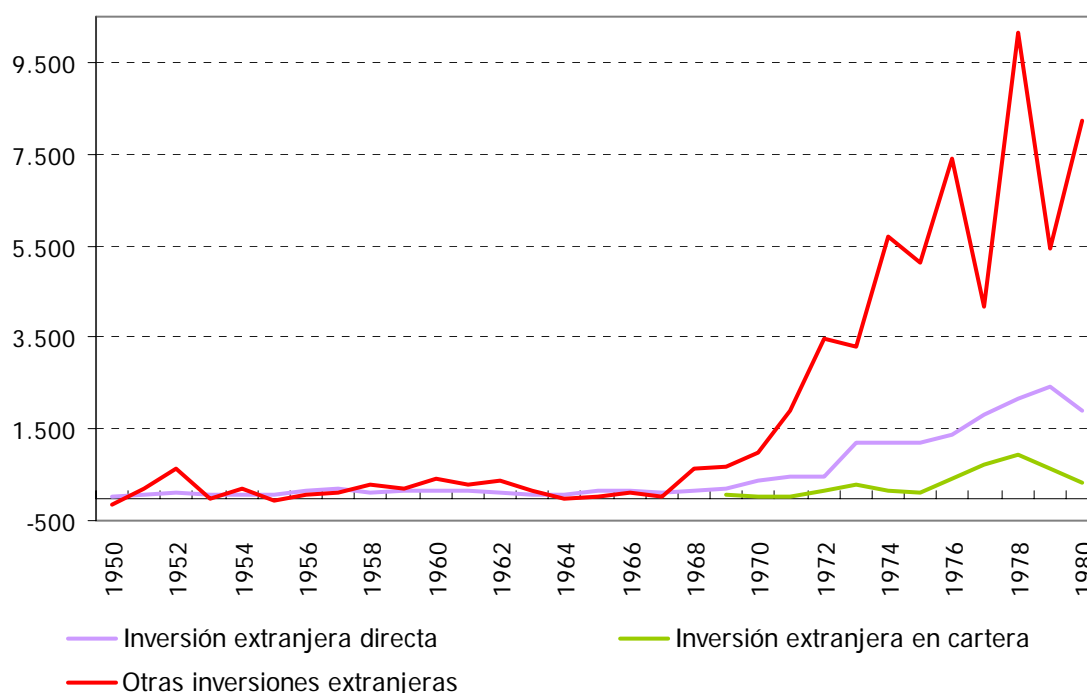
De esa manera, desde la segunda mitad de los años sesenta el capital internacional va incrementando paulatinamente su hasta entonces mínima participación en el proceso de industrialización y crecimiento brasileño. Se reconfigura así, tras el golpe de Estado, lo que la literatura especializada denomina el *tripé*, un reparto estratégico de actividades y responsabilidades entre sector público, el capital privado extranjero, y en calidad de socio menor, el capital privado nacional⁹⁵. El Estado sigue ocupando el lugar central en la economía, asumiendo a través de las empresas estatales la producción de líneas industriales estratégicas para el crecimiento y apoyando mediante múltiples mecanismos al capital privado. Los empresarios brasileños, favorecidos por una pléyade de estímulos públicos que le facilitan la obtención de rentabilidad, se concentran en la producción de insumos y de bienes de consumo no duradero. Y, por último, el capital extranjero, cuya presencia hasta entonces se limitaba a inversiones directas de reducida cuantía, pasa a ocupar un lugar fundamental porque, de una parte, incrementa sensiblemente esas inversiones directas y, de otra parte, sobre todo, deviene en actor fundamental debido a que financia masivamente la intervención estatal mediante créditos bancarios.

De esta forma, el capital internacional se convierte en el pilar financiero central de la estrategia industrializadora. Tal y como recoge el gráfico 7, las entradas netas de la partida denominada otras inversiones extranjeras, que incluye principalmente los préstamos concedidos, registra una escalada espectacular a lo largo de los años setenta. Tras anotar saldos insignificantes los años anteriores, entre 1967 y 1973 las entradas netas de créditos extranjeros se multiplican por ochocientos, pasando de 41 a 3.282 millones de dólares anuales, y según avanza la década las cifras se disparan hasta alcanzar 10.169 millones de dólares en 1978. Por tanto, el grueso de los recursos externos que entran durante estos años son créditos bancarios. Entre 1968 y 1980 las entradas de inversiones extranjeras directas acumulan un saldo neto de 14.964 millones de dólares, mientras que las entradas por créditos bancarios internacionales son casi cuatro veces más altas, alcanzando un total de 57.192 millones de dólares⁹⁶.

⁹⁵ La agresión militar determina que la fracción nacionalista de la burguesía sea depuesta y sustituida por sectores más internacionalizados del capital nacional. Para profundizar sobre el tratamiento al capital extranjero durante el régimen militar consultar Bastos (2000).

⁹⁶ La inversión extranjera en cartera, por su parte, mantiene niveles muy reducidos. Los datos comienzan a publicarse en 1969, y la entradas neta anual media hasta 1980 es de 318 millones de dólares.

Gráfico 7
Entradas financieras netas de inversión extranjera
(millones de US\$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Evidentemente, el acceso a los créditos externos favorece la actividad inversora del capital privado nacional. Pero la importancia de esta financiación reside sobre todo en que esos recursos permiten que el Estado desarrolle su papel estratégico dentro del proceso de industrialización. En efecto, él es el principal destinatario de los créditos externos recibidos, ya sea para su propio uso o para transferirlos al sector privado. Este rasgo se va acentuando a lo largo de la década de los setenta, según se va incrementando el volumen de créditos internacionales que ingresa en el país. El Estado, que ya recibe el 39,7% de los créditos extranjeros acogidos a la Ley n° 4.131 en 1973, es el receptor de casi el 77% de los préstamos que entran a finales de la década (Gremaud *et al.*, 2002: 403-404). Un proceso semejante registran las colocaciones a través de la Resolución n° 63: en un primer momento son los bancos privados los que reciben más financiación, pero a partir de la segunda mitad de los años setenta los bancos públicos comienzan a acumular una proporción superior.

Por otra parte, aunque en una cuantía muy inferior, la presencia de las inversiones directas a cargo del capital extranjero también se incrementa en este período. En los primeros cinco años de gobierno militar sus entradas netas se multiplican por más de 4, pasando de 86 a 378 millones de dólares, y tras ese impulso inicial sus cifras se elevan

hasta alcanzar en 1979 un máximo de 2.408 millones. De esa manera, el capital extranjero va alcanzando posiciones de control en sectores industriales estratégicos. De hecho, las empresas extranjeras hegemonizan rápidamente los sectores más dinámicos de la industria y de la agroindustria, así como sus respectivos mecanismos de exportación⁹⁷. En consecuencia, el capital extranjero domina el (ciertamente reducido) mercado de maquinaria, equipos electrónicos y de telecomunicación y material de transporte (Begué, 2001: 186). A finales de los años setenta las empresas extranjeras son propietarias del 54% del stock de capital instalado en las ramas de producción de material eléctrico, del 52% del material de transporte y del 37% de la industria mecánica (Gonçalves, 1999: 116). Una participación tan elevada determina que Brasil registre uno de los grados de desnacionalización productiva más elevados del mundo⁹⁸.

3.3. Vulnerabilidad financiera externa y colapso de la estrategia

Basándose en esas entradas de capital extranjero y manteniendo el protagonismo estatal, desde finales de los años sesenta y durante toda la década de los setenta Brasil mantiene un crecimiento realmente espectacular. Entre 1968 y 1980 la actividad productiva crece a un ritmo extraordinario, a una tasa media del 8,9% anual, lo que significa que la producción real se triplica en poco más de una década. El PIB per cápita responde a ese gran dinamismo y se incrementa a una tasa anual del 6,2%. El binomio créditos extranjeros e intervención estatal parece haber desencadenado una dinámica "milagrosa"⁹⁹. Incluso a la altura de 1974, en plena crisis económica mundial, Brasil apuesta por lo que ya en su momento se califica de "huida hacia delante"¹⁰⁰. Ese mismo año el gobierno lanza el último de los grandes programas desarrollistas, el II *Plano Nacional de Desenvolvimento*, que se asienta en una inversión pública todavía más elevada. De ese modo, entre 1975 y 1978 la inversión pública oscila entre el 8,5% y el

⁹⁷ La participación extranjera es sin embargo prácticamente inexistente en otros sectores, ya sea porque están protegidos legalmente o porque no ofrecen rentabilidad suficiente: sector financiero, minería, servicios en general, construcción civil y agricultura (Begué, 2001: 186). Sobre la desnacionalización del sector industrial consultar también Rezende Filho (1999), Gonçalves (1999), Lacerda (2000) y García (2007).

⁹⁸ Según el *ranking* elaborado por Gonçalves (1999: 61-63), el grado de desnacionalización productiva, definido como la participación de empresas de capital extranjero sobre la producción industrial es del 32%, lo que le sitúa a Brasil en el 6º lugar mundial.

⁹⁹ El crecimiento se mantiene muy elevado hasta 1980, pero las tasas registradas entre 1966 y 1973 son verdaderamente excepcionales y, además, conviven con niveles de inflación en descenso, lo que lleva al régimen militar a denominar esos años los del "milagro brasileño".

¹⁰⁰ Recogiendo esta misma idea Castro y Souza (1988) caracterizan el período 1974-1979 como de "*marcha forçada*".

10,5% de un PIB que también crece velozmente, correspondiendo porcentajes entre el 4,5% y el 6,5% a la inversión que realizan las empresas estatales.

3.3.1. Espiral de creciente dependencia externa

Para sostener ese esfuerzo inversor el Estado brasileño recurre sistemáticamente a los créditos internacionales, de modo que el creciente desajuste entre las tasas de ahorro y de inversión ocasiona un déficit por cuenta corriente cada vez mayor.

Por un lado, las importaciones de bienes comienzan a incrementarse con rapidez, elevándose del 4,1% al 7,4% del PIB entre 1965 y 1973, lo que determina que, según recoge el cuadro 2, el saldo comercial se deteriore, pasando del 2,9% sobre el PIB a anotar resultados negativos a partir de 1971¹⁰¹. El deterioro del saldo corriente es aún más acusado. Pasa de registrar superávit en 1965 a anotar niveles relativos que se sitúan entre -2% y -3% en los primeros años setenta. En términos absolutos el saldo corriente pasa de un resultado positivo de 284 millones de dólares a un déficit de 2.085 millones. Ese empeoramiento de las cuentas exteriores experimenta un salto notable al año siguiente: en 1974 el déficit por cuenta corriente representa el 6,8% del PIB, lo que supone 7.504 millones de dólares. En los años posteriores, ese déficit se mantiene en niveles relativos entre el 3% y el 5% del PIB.

Según muestra el cuadro 2, tras el paulatino aumento de los años anteriores, el abultado desfase de 1974 se debe mayormente a la abrupta irrupción de un importante déficit comercial, que gana más de 4 puntos porcentuales sobre el PIB en un solo año. En gran medida, ese repentino saldo negativo obedece al fuerte encarecimiento de las importaciones de petróleo. El intenso ritmo de crecimiento económico y la estructura industrial que se ha ido instalando van gestando una creciente dependencia del petróleo importado¹⁰². Así, por ejemplo, en sólo cinco años, entre 1968 y 1973, el volumen de petróleo consumido prácticamente se duplica y la mayor parte debe adquirirse en el exterior. Por ese motivo, entre 1973 y 1980 la proporción de combustibles fósiles que se importa oscila entre el 80% y el 90%¹⁰³, con el agravante de que en 1974 el precio internacional del petróleo se triplica respecto al año anterior, y sigue subiendo en los

¹⁰¹ El valor de los saldos de la balanza de pagos en millones de dólares se toman del BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*). Los niveles de los saldos respecto al PIB, como los que recogemos en el cuadro 2, se calculan utilizando las estimaciones del BCB para el PIB en dólares al tipo de cambio medio anual.

¹⁰² Además de la importancia en ramas intensivas en combustible, como la siderurgia, hay que considerar que los automóviles son la producción estrella de este periodo.

¹⁰³ Los datos de consumo e importación de petróleo los obtenemos de IPEA.

años siguientes. Se trata, pues, de un factor adverso que agudiza la necesidad de la economía brasileña de captar recursos financieros externos. Este hecho implica un considerable aumento de las necesidades de financiación exterior. De ese modo, la entrada de capital aumenta desde menos de 50 millones de dólares anuales registrados en 1966 y 1967 hasta más de 4.100 millones en 1973, pasando a 6.530 millones en 1974 para seguir subiendo hasta alcanzar los 12.739 millones en 1980.

Cuadro 2
Balanza de pagos: saldo medio anual
(% del PIB)

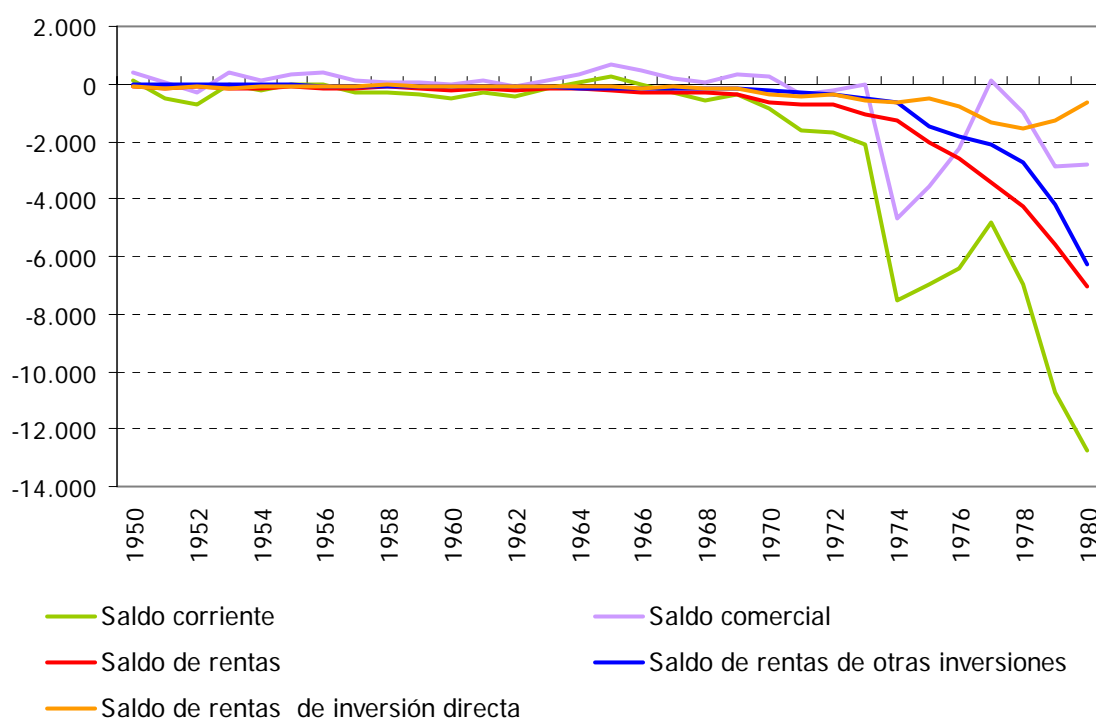
	Saldo corriente	Saldo comercial	Saldo de servicios y rentas	Saldo de servicios	Saldo de rentas
1965	1,3	2,9	-2,0	-0,8	-1,1
1966	-0,1	1,5	-1,9	-1,0	-1,0
1967	-0,9	0,7	-1,8	-0,9	-0,9
1968	-1,7	0,1	-1,9	-1,0	-0,9
1969	-1,0	0,9	-1,9	-1,0	-0,9
1970	-2,0	0,6	-2,6	-1,1	-1,5
1971	-3,3	-0,7	-2,7	-1,2	-1,5
1972	-2,9	-0,4	-2,5	-1,3	-1,2
1973	-2,5	0,0	-2,5	-1,2	-1,3
1974	-6,8	-4,3	-2,6	-1,4	-1,2
1975	-5,4	-2,7	-2,7	-1,1	-1,6
1976	-4,2	-1,5	-2,7	-1,0	-1,7
1977	-2,7	0,1	-2,8	-0,9	-1,9
1978	-3,5	-0,5	-3,0	-0,9	-2,1
1979	-4,8	-1,3	-3,5	-1,0	-2,5
1980	-5,4	-1,2	-4,2	-1,3	-3,0

Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) y de las estimaciones de BCB para el PIB en dólares.

A partir de 1976 los déficits comerciales se moderan en términos relativos al PIB. Sin embargo, un segundo factor adverso adquiere una relevancia cada vez mayor: la salida de rentas como pagos por los intereses de los créditos recibidos y, en menor medida, como retorno de los beneficios obtenidos por las inversiones directas realizadas en años anteriores. Se reproduce así un círculo vicioso entre las entradas de ahorro externo, que originan un mayor déficit por cuenta corriente y cuya financiación requiere mayores entradas de ahorro externo.

En particular, la escalada de los pagos por intereses al exterior es tal que las salidas netas de rentas terminan por imponerse y dominar la dinámica de las cuentas externas del país, alimentando una espiral que se reproduce de forma autónoma. Como vemos en el gráfico 8, las salidas de rentas experimentan un primer ascenso en la segunda mitad de los años sesenta, aumentando desde 255 hasta 1.093 millones de dólares entre 1965 y 1973. Después se incrementan con mayor rapidez y de forma sostenida entre 1974 y 1980, pasando de 1.273 a 7.020 millones de dólares en ese corto período. Consiguientemente, el saldo de rentas incrementa su participación sobre el resultado corriente del 16,9% al 55%, así como su peso relativo en el PIB, que pasa del 1,2% al 3%.

Gráfico 8
Formación del saldo corriente: 1950-1980
(millones de US\$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Esa es la consecuencia directa de que en torno a las tres cuartas partes de la financiación internacional que recibe Brasil durante estos años consista en créditos bancarios, los cuales devengan unos pagos por intereses que se traducen en esas salidas de rentas¹⁰⁴. En efecto, según se aprecia en el gráfico 8, las rentas de otras inversiones alimentan el acelerado crecimiento de las salidas de rentas: pasan de contribuir en un 51% a la

¹⁰⁴ El 73,3% de las entradas financieras netas entre 1974 y 1980 se anotan en la partida otras inversiones

formación del saldo negativo de rentas en 1974 a suponer el 90% en 1980. Las salidas de rentas asociadas a los flujos de inversión directa también alimentan el desfase del saldo corriente, pero mantienen un peso relativo mucho más reducido¹⁰⁵.

El predominio del componente financiero de la espiral conformada por las entradas de préstamos externos, las correspondientes salidas de rentas, y la consiguientemente cada vez mayor necesidad de préstamos internacionales, se corrobora de forma fehaciente a partir de 1977, cuando los intentos de incidir sobre el déficit corriente a través del recorte de las importaciones se evidencian inútiles. Aunque según recoge el cuadro 2 el desfase comercial se corrige ostensiblemente, dicha mejora se ve ampliamente sobrepasada por el incremento de las salidas de rentas y es incapaz de ralentizar el deterioro por cuenta corriente, que en 1980 llega al 5,4% del PIB. Es la evidencia más concluyente de que la financiación externa que trata de solventar la escasez de ahorro interno se convierte, a través del pago de intereses por los créditos recibidos, en una causa adicional que acrecienta mayores necesidades de financiación exterior.

3.3.2. Gestación de un grado extremo de vulnerabilidad financiera externa

Una vez consolidada la espiral de crecientes salidas de intereses y entradas de nuevos créditos que las financian, los niveles de endeudamiento externo del país comienzan a aumentar con celeridad. Así, la acumulación de un stock de deuda externa que supera las posibilidades de generar ingresos por parte del país visibiliza los límites de la estrategia de crecimiento. El volumen de deuda externa acumulada, tanto bruta como neta, se multiplica por 17 entre 1966 y 1980, pasando de 3.771 a 64.259 millones de dólares en el primer caso y de 3.350 a 57.346 millones en el segundo¹⁰⁶. Ese fuerte incremento de pasivos externos es tan rápido que, a pesar del formidable crecimiento económico de estos años, los valores de la deuda externa con respecto al PIB también ascienden a un ritmo notable. La deuda externa bruta y neta pasan, respectivamente, de suponer el 13,2% y el 11,7% sobre el PIB en 1966 al 27% y 24,1% en 1980, lo cual supone que en estos trece años la deuda externa crece el doble de rápido que la producción nacional.

¹⁰⁵ Pasan de 164 a 646 millones de dólares entre 1969 y 1980, alcanzando valores máximos de aproximadamente 1.300 millones anuales entre 1977 y 1979. Los restantes tipos de rentas (de inversión en cartera y salarios) contribuyen a la formación del saldo en proporciones muy reducidas.

¹⁰⁶ La deuda externa neta descuenta las reservas internacionales en posesión de la autoridad monetaria. Los datos de deuda externa y los distintos indicadores de endeudamiento externo que utilizamos los calculamos a partir de IBGE (2003) para 1950-1955 y del BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) para el resto de la serie.

Aunque esos niveles relativos no llegan a ser excesivos, lo relevante es constatar que en estos años la economía va incrementando su nivel de exposición a las condiciones financieras externas, no sólo por el enorme volumen de deuda acumulada, sino también por su naturaleza. En efecto, la composición de esa deuda revela otros datos importantes sobre el grado de vulnerabilidad financiera que está gestando el país: el agente que acumula mayor nivel de endeudamiento es el Estado, los principales acreedores son los bancos comerciales extranjeros y una gran parte de la deuda está contratada a tipos de interés variables.

Como sabemos, el Estado es el mayor destinatario de los créditos internacionales que los bancos extranjeros conceden a Brasil, y por tanto, es el mayor deudor ante el exterior. Pero, además de su endeudamiento directo, el Estado también se hace cargo de una parte de la deuda externa inicialmente contraída por el sector privado. Esto se debe a que en la segunda mitad de los años setenta se articulan mecanismos que favorecen que el capital privado nacional desarrolle un comportamiento especulativo consistente en endeudarse en el exterior y endosar dicha deuda al Estado mediante la compra de deuda pública interna¹⁰⁷. De esta forma, el Estado, que ya era el responsable de la mayor parte de la deuda, asume proporciones crecientes de la deuda externa privada. Ambos procesos determinan que la parte de la deuda externa total de la que tiene que responder el sector público se eleve desde el 51,7% en 1973 hasta el 69,2% en 1980.

Al mismo tiempo, la mayor parte de la deuda externa se contrae con bancos comerciales privados internacionales, de modo que éstos llegan a ser los responsables del 70,2% del pasivo externo acumulado en 1980¹⁰⁸. Por tanto, es bastante reducida la proporción de débitos a proveedores comerciales y a instituciones financieras públicas de otros países, que generalmente tienen formas menos gravosas de financiación. Por último, aunque el perfil temporal de la deuda externa no es especialmente problemático (la deuda a corto plazo ronda el 15% de la deuda externa total en la segunda mitad de los años setenta), la mayor parte de esa deuda está suscrita a tipos de interés variables y, por tanto, expuesta a cualquier variación adversa de éstos. Por ejemplo, a la altura de 1983 el 78,5% de la deuda externa total está contraída a tipos de interés variables¹⁰⁹.

¹⁰⁷ Este mecanismo se posibilita a través de la Circular n° 230 y la Resolución n° 432 del BCB, que permiten a los agentes privados transferir endeudamiento externo al BCB a través de depósitos hechos en moneda nacional (Carneiro, 2002: 93-94).

¹⁰⁸ El cálculo lo realizamos sobre datos de la deuda externa de medio y largo plazo, los únicos disponibles en las bases de datos del BCB. El grueso de la deuda externa restante se deriva de fórmulas de financiación para las importaciones y, en menor medida, bonos. La deuda generada por créditos del FMI, que cobra importancia en los años ochenta, es insignificante durante este periodo.

¹⁰⁹ 1983 es el primer año para el cual hay datos disponibles.

3.3.3. *Shocks* externos y colapso de la estrategia de crecimiento: la crisis de la deuda externa

En suma, la espiral de creciente dependencia respecto al capital extranjero que se gesta a lo largo de los años setenta resulta en la acumulación de pasivos externos que, tanto por su volumen como por sus características, colocan a la economía brasileña en una peligrosa situación de vulnerabilidad. Dicha vulnerabilidad se hace manifiesta cuando en 1979-1980 cambian las condiciones financieras internacionales, provocando un *shock* que impacta durísimamente sobre la economía brasileña y desbarata, como abordamos en el capítulo 4, su esquema de funcionamiento.

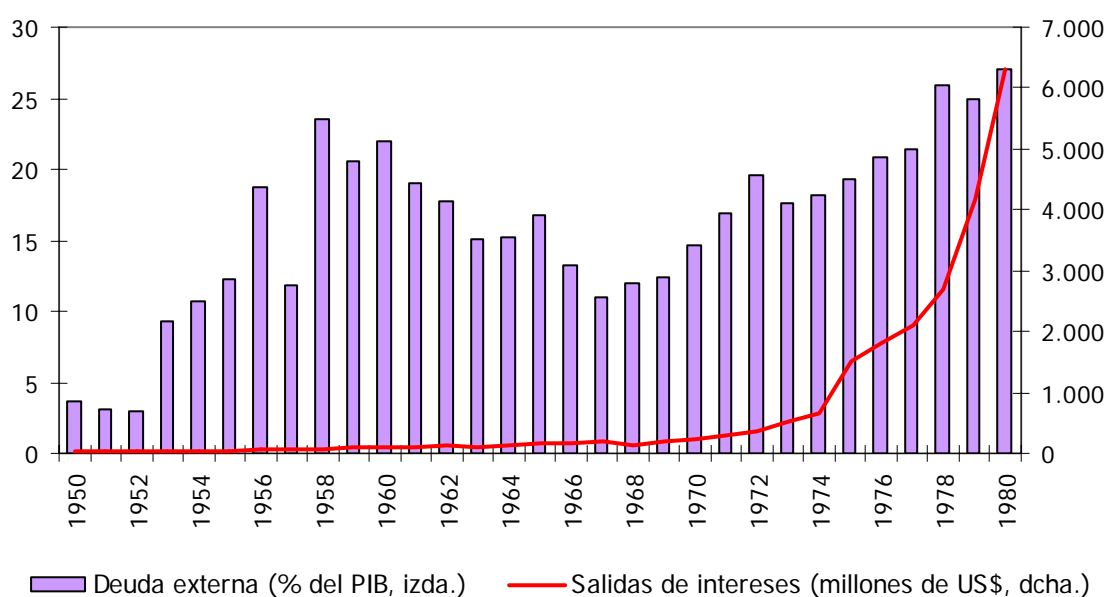
El cambio de escenario internacional tiene su origen en la nueva política monetaria del gobierno de Estados Unidos. Tras la fuerte subida de los precios del petróleo de 1979, la Reserva Federal decide atacar la escalada inflacionista de la economía estadounidense mediante la aplicación de una política monetaria muy restrictiva, basada en un férreo control de la oferta monetaria que inmediatamente genera una rápida subida de los tipos de interés. De esa manera, el tipo director se dispara abruptamente: pasa del 10,9% anual en julio de 1979 al 18,7% anual en marzo de 1980. Ese movimiento alcista de los tipos tiene dos implicaciones adicionales: una fuerte apreciación del dólar y un efecto de arrastre sobre las políticas monetarias de los demás países desarrollados, que elevan sus tipos de interés para evitar una desbandada de capitales hacia los países que ofrecieran mayores rendimientos por sus activos financieros.

De inmediato, esos cambios generan dos efectos demoledores para los países que, como Brasil, están muy endeudados con el exterior. Tengamos en cuenta que sus deudas están contratadas mayoritariamente en dólares y a tipos de interés variable. Tras endeudarse a tipos relativamente bajos y en un dólar cuyo tipo efectivo iba cayendo (un 10% entre 1977-1979) ahora, de repente, tienen que pagar un volumen mucho mayor de intereses y el valor relativo de su moneda nacional es considerablemente menor frente al dólar. Además, el crédito internacional comienza a restringirse, y aún lo hará en mayor medida cuando esos países muestren dificultades para atender al servicio de la deuda previamente contraída.

En efecto, dado que las condiciones en las que Brasil tiene que atender sus obligaciones financieras externas empeoran rápidamente, su capacidad para hacerlo se deteriora de forma paralela. Aunque, según recoge el gráfico 9, el crecimiento de la deuda externa sobre el PIB se incrementa a un ritmo relativamente constante desde 1968, lo que se

acelera a partir de la segunda mitad de los años setenta es el deterioro de los indicadores sobre el servicio de la deuda. Dicho servicio representa el 2,4% del PIB en 1971, se incrementa menos de un punto porcentual en la primera mitad de la década, y después acelera su crecimiento hasta llegar en 1980 al 6%. La relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones registra una trayectoria similar: un crecimiento pausado hasta 1975, año en que anota un 46,7%, y un salto a partir de entonces, alcanzando el 70,9% en 1980.

Gráfico 9
Endeudamiento externo y salida de intereses: 1950-1980
(% del PIB y millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (2003) para 1950-1955 y de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) para el resto de la serie de deuda externa, y también de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) para las salidas de intereses.

Se incluye la deuda externa bruta y hasta 1956 sólo se incluye la de medio y largo plazo.

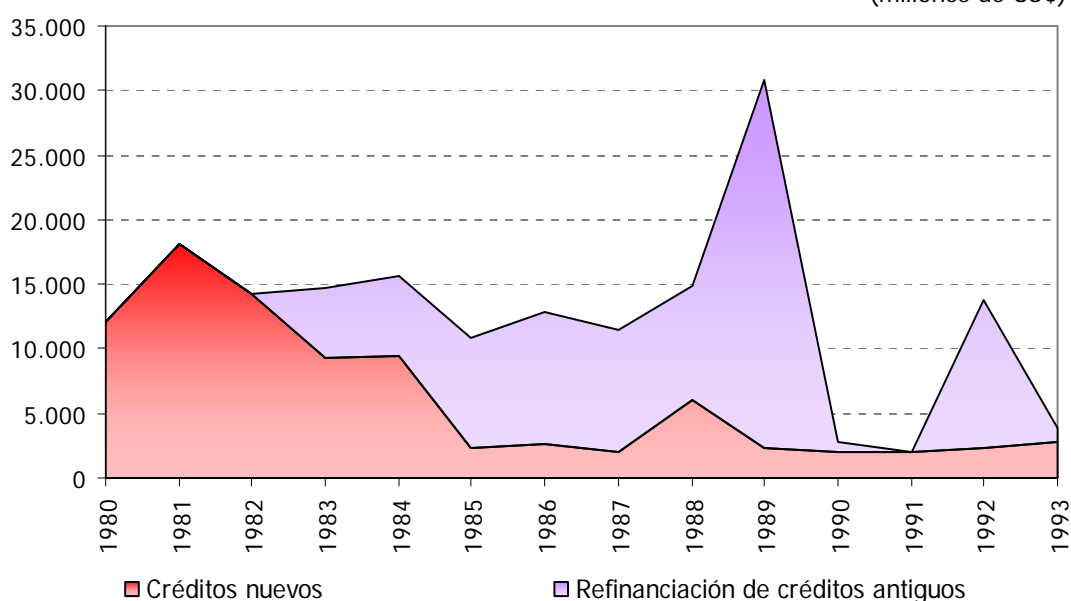
No es, por tanto, un repentino incremento en el nivel de endeudamiento externo lo que precipita el colapso financiero del país; sino el repentino incremento de los tipos de interés y del valor del dólar, que impactan, eso sí, sobre un volumen de deuda elevado, lo que conduce a la economía brasileña a la insolvencia financiera. Este hecho queda claramente reflejado en el gráfico 9, cuando se compara la trayectoria de crecimiento sostenido del stock de deuda externa sobre el PIB con el fuerte aumento de las salidas por intereses en el bienio 1979-1980.

En segundo lugar, al grave impacto causado por el repentino cambio en las condiciones en las que Brasil ha de atender sus pagos externos, hay que sumar un *shock* adicional y

definitivo: el recorte y después la desaparición de nuevos créditos internacionales. Cuando el país ya afronta con serias dificultades sus pagos externos, los bancos extranjeros restringen su oferta de créditos, lo que le aboca definitivamente a la insolvencia.

La entrada de créditos comienza a resentirse en 1979 y se contrae precisamente cuando empeoran las condiciones financieras de Brasil. Si de las denominadas entradas de créditos que registra la balanza de pagos en la partida de otras inversiones extranjeras se descuenta la refinanciación de créditos antiguos (que no son más que anotaciones contables que reconocen los créditos que no se devuelven), para ver cuál es la evolución de los créditos nuevos (los únicos que inyectan recursos), se constata cómo esta vía de financiación externa se reduce drásticamente en 1982¹¹⁰ y continúa haciéndolo hasta 1985, pasando de 12.049 a 2.252 millones de dólares anuales. Como recoge el gráfico 10, esa abrupta retirada de los créditos externos marca el inicio de un período prolongado de “sequía” de financiación internacional¹¹¹.

Gráfico 10
Entrada de créditos externos: 1980-1993
(millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Se contabilizan las refinanciaciones concedidas por acreedores públicos (Club de París) y privados.

¹¹⁰ Según veremos en el capítulo 4, ese año la declaración unilateral de la moratoria mexicana cataliza el colapso del mercado internacional de crédito a los países subdesarrollados.

¹¹¹ Entre 1985 y 1992 el valor de los créditos extranjeros anota un promedio anual inferior a 2.700 millones de dólares.

Consecuentemente, la restricción crediticia ahonda adicionalmente las ya severas dificultades que sufre la economía brasileña para seguir haciendo frente a sus pagos externos, hasta el punto de hacerlo literalmente imposible. De esta forma, igual que en un gran número de países subdesarrollados con niveles de endeudamiento equivalentes, en Brasil estalla la conocida crisis de la deuda externa. A partir de entonces, gestionar la insolvencia financiera se convierte en el único objeto de la política económica. La prioridad ya no es crecer, sino atender los pagos de deuda externa que, por otra parte, no dejan de incrementarse a lo largo de la década de los ochenta. El análisis de esa nueva situación, que tiene consecuencias demoledoras para el conjunto de la economía y de la sociedad brasileñas, se aborda en el capítulo siguiente.

Capítulo 4

Desmantelamiento del esquema de funcionamiento económico y auge del rentismo financiero

El estallido de la crisis de la deuda externa tiene efectos demoledores e inmediatos sobre la economía brasileña. Gestionar la insolvencia financiera se convierte en el *leitmotiv* de la dinámica económica del país, que transita rápidamente de una posición de importante receptor neto de capital extranjero a emisor de enormes salidas de recursos al exterior.

De esta forma, Brasil no sólo deja de contar con la financiación externa que sostenía su crecimiento, sino que sufre una sangría de recursos monumental. La posición financiera del Estado, que acumula el grueso de la deuda externa, pasa a ser muy crítica, lo que determina el desmantelamiento precipitado de muchos de sus mecanismos de intervención. En estas condiciones, es literalmente imposible mantener una dinámica de crecimiento: entre 1981 y 1992 la actividad económica se paraliza, la industria, motor del crecimiento anterior, se hunde, y las condiciones de vida de la mayoría de la población se degradan aceleradamente. El proceso de destrucción económica y retroceso social justifica sobradamente el nombre de “década perdida” con el que este período ha pasado a la historia. Adicionalmente, el país registra un desorden monetario generalizado, mientras las crecientes dificultades financieras del Estado le llevan a una profunda crisis fiscal. En este desastroso contexto, sin embargo, surge un nuevo y lucrativo negocio financiero: la deuda pública indexada. El auge del rentismo financiero vinculado a la compra-venta de títulos públicos fortalece y dota de características muy particulares a la facción financiera del capital nacional. El poder económico y político que durante estos años acumulan los bancos brasileños, asentado en esa actividad rentista, será determinante para la posterior adopción, ya en la década de los noventa, de una nueva estrategia de crecimiento basada otra vez en la captación de ahorro externo.

4.1. El ajuste al servicio de la deuda externa

4.1.1. La lógica y las medidas del ajuste

Una vez que estalla la crisis de la deuda externa el funcionamiento económico de Brasil queda subordinado a la gestión de su insolvencia financiera¹¹². El objeto de la política económica deja de ser el crecimiento y pasa a ser la maximización de los pagos de deuda, lo cual implica, en ausencia de nuevos créditos internacionales, la necesidad de realizar un drástico "ajuste" sobre la demanda interna. Dado que el objetivo es devolver las deudas contraídas, lo que exige la realización de los mayores desembolsos financieros posibles hacia el exterior, todo se orienta a la obtención de superávit comerciales que permitan acumular divisas. Esta nueva lógica de funcionamiento, que durante estos años se impone de forma aplastante a los países deudores, es lo que denominamos ajuste.

Los gobiernos occidentales, actuando en representación de los bancos de sus países cuyas carteras están fuertemente comprometidas con los créditos otorgados a los países insolventes, recurren al Fondo Monetario Internacional (FMI) para que intermedie en las negociaciones e imponga el ajuste¹¹³. Hay que considerar que la insolvencia de Brasil, México y otros países latinoamericanos supone una grave amenaza para los bancos occidentales. Por ejemplo, la deuda brasileña representa el 46% del capital de los nueve bancos comerciales que más préstamos han concedido al país (Rodrigues de Oliveira, 2006: 84 y Roddik, 1990: 174-180). La defensa que los gobiernos occidentales hacen de los intereses de sus bancos es férrea, como bien ilustran las advertencias del secretario adjunto del Tesoro de EEUU en 1983 a los países deudores que estuvieran pensando desatender sus pagos: *"Los activos extranjeros de un país serían expropiados por sus acreedores en todo el mundo: sus exportaciones confiscadas por los acreedores en cada puerto a donde llegasen, sus líneas aéreas no podrían operar y sus fuentes de bienes de capital y de repuestos, desesperadamente necesitadas, serían virtualmente eliminadas. En muchos países, incluso la importación de alimentos sería restringida"* (Roddik, 1990: 80). Y el papel que juega el FMI lo expresa claramente el presidente del *Royal Bank of Canada*: *"(...) existe ciertamente la necesidad de que el FMI actúe a la par como acreedor y como factor disciplinario, y eso es lo que a nosotros nos gusta. El FMI, tal vez como ninguna*

¹¹² Un análisis general de este período se puede encontrar en Souza (1989), Biasoto Jr. (1992), Baer (1993), Nogueira (1983 y 1988), Gonçalves y Pomar (2000 y 2002), Belluzzo y Almeida (2002) y Carneiro (2002).

¹¹³ A mediados de los años ochenta tres cuartas partes de los países latinoamericanos y dos terceras partes de los africanos están bajo la supervisión de programas del FMI y/o del BM (Peet, 2004: 98; Aglietta y Moatti, 2002: 51 y 69).

otra institución, puede imponer condiciones sobre los préstamos, y eso asegura que los países deudores se aprieten el cinturón" (ibid.: 81).

El ajuste *fondomonetarista* se basa en lo que se conoce como el enfoque monetario de la balanza de pagos, que plantea que las dificultades externas de los países endeudados tienen su origen en un exceso de crédito interno que debe ser corregido mediante la contracción de la demanda interna¹¹⁴. Por tanto, la eficacia del ajuste depende de su capacidad para contener la demanda interna, es decir, de su efecto contractivo sobre el gasto interno de consumo e inversión. Así, aunque en el plano discursivo se menciona el crecimiento como un objetivo a alcanzar, en la práctica se constata que el ajuste pretende maximizar los pagos externos a través de una estrategia que es inherentemente recesiva¹¹⁵. Por un lado, se señala la necesidad de reducir el déficit público, aumentar los tipos de interés y racionar el crédito, así como contener el crecimiento salarial. Por otra parte, se persigue la transformación de la estructura de precios relativos a favor del sector exportador, para lo cual se predica la depreciación real de la moneda, la subida de los precios de los derivados del petróleo y diversas medidas de estímulo a las exportaciones.

El FMI impone el ajuste a través de la condicionalidad que aplica a la renegociación de la deuda y a la concesión de nuevos créditos, ya sean otorgados por la propia institución o bajo su tutela. Para ello, apoyándose en el poder de supervisión que le confiere el Artículo IV de sus estatutos, establece los "compromisos" que contrae el país deudor, realiza su seguimiento y, en caso de cumplimiento, envía los recursos acordados¹¹⁶. Aunque la condicionalidad en la concesión de los créditos se utiliza desde los años sesenta, es tras el estallido de la crisis de la deuda externa cuando este mecanismo asume un papel crucial: *"(...) el día siguiente a la crisis de agosto de 1982, ante acreedores muy sensibles al riesgo de impago, la disciplina impuesta por el Fondo se convirtió en condición sine qua non para volver a obtener financiación exterior"* (Aglietta y Moatti, 2002: 71).

¹¹⁴ Su referencia teórica es el denominado "modelo de Polak", sintetizado en Polak (1957 y 1997). También se puede consultar Fischer (1997), Aglietta y Moatti (2002) y Sanabria (2007).

¹¹⁵ Su efecto inherentemente recesivo queda reconocido en el documento gubernamental que sella el ajuste brasileño *"Como consecuencia del ajuste perseguido por Brasil para restaurar el equilibrio de su economía, se prevé un crecimiento del PIB próximo a cero para el año corriente y para el próximo"*. Citado en Castro y Souza (1988: 138).

¹¹⁶ El proceso concreto mediante el cual el FMI impone la condicionalidad se puede estudiar con detalle en Rodrik (1990: 74-79) y Aglietta y Moatti (2002: 83-88).

4.1.2. La aplicación del ajuste en Brasil: descontrol monetario y fiscal

En diciembre de 1980, ante las evidentes dificultades para hacer frente a sus pagos externos¹¹⁷, el gobierno brasileño abandona la estrategia de las décadas precedentes y comienza a aplicar las primeras medidas coherentes con la lógica del ajuste, conocidas como el ajuste “voluntario”. Aunque todavía no se pone en marcha una estrategia de ajuste completa, el gobierno suspende el recién lanzado III *Plano Nacional de Desenvolvimento* e introduce medidas restrictivas en los ámbitos monetario y fiscal, además de acometer otras reformas como la liberalización de ciertos precios industriales.

La reorientación de la política económica pretende hacer frente a la insolvencia que amenaza al país evitando la intervención directa del FMI. Sin embargo, las medidas adoptadas resultan claramente insuficientes. Cuando en 1982 se restringen por completo los créditos internacionales, y es literalmente imposible seguir afrontando los pagos, los acreedores externos imponen la intervención directa de la institución internacional. Tres días después de las elecciones de noviembre el *ministro de Fazenda* reconoce lo que ya es más que obvio: Brasil recurrirá al FMI, lo cual tarda sólo una semana en suceder. En diciembre de 1982 se firma el primero de una larga serie de acuerdos con la institución¹¹⁸. Desde entonces el ajuste se completa: la política monetaria y fiscal se endurecen y comienzan a utilizarse la política cambiaria y salarial como piezas complementarias.

Las medidas restrictivas, iniciadas en 1981 e intensificadas a partir de 1983, comprimen duramente la demanda interna, sin por ello lograr contener la inflación. Este año se reducen bruscamente la expansión de la base monetaria y las operaciones de crédito privado, provocando caídas del -18,4% y el -7% en cada una de esas variables¹¹⁹. El tipo de interés nominal anualizado pasa del 27,3% en mayo de 1980 al 121% a finales de 1981. El endurecimiento monetario es constante durante todo el período: entre 1980 y 1992 la base monetaria y el crédito al sector privado se contraen con tasas anuales del -9,1% y el -8,8% respectivamente. El tipo de interés nominal se vuelve a elevar súbitamente a comienzos de 1983 (pasa del 118,9% en febrero al 250,6% en abril) y

¹¹⁷ Aunque 1980 es todavía un año de gran crecimiento algunos indicadores ya arrojan señales de alarma: el déficit corriente es el 5,4% del PIB, las reservas caen hasta los 6.913 dólares (la mitad que en 1979), y los indicadores de endeudamiento externo, como vimos en el capítulo 3, se disparan.

¹¹⁸ Las relaciones entre el gobierno y el FMI son complicadas. La primera Carta de Intención se elabora y se firma en sólo tres semanas, pero antes de que la dirección del FMI la examine, una devaluación desbarata sus términos. Entre 1983 y 1984 se preparan e incumplen otras siete versiones (SELA, 1986: 31-32 y Carneiro, 2002: 127). Finalmente, se firma un Acuerdo de Facilidad Ampliada cuyos pormenores se pueden consultar en SELA (1986: 31-36 y 162-199).

¹¹⁹ Realizamos los cálculos a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*) deflactados con el IGP-DI.

sigue incrementándose hasta alcanzar el 378,8% en enero de 1985. Desde entonces mantiene niveles estratosféricos y extremadamente volátiles: a principios de 1985 escala hasta el 535%, vuelve a dispararse en los primeros meses de 1987 hasta superar el 750%, y desde entonces hasta 1992 son varios los períodos en los que anota cuatro dígitos¹²⁰.

El ajuste fiscal, en teoría, persigue un doble objetivo: deprimir la demanda interna y corregir el déficit público. Sin embargo, sólo el logro del primero de ellos contribuye a proporcionar pagos al exterior, puesto que (como se muestra en el apartado 4.3.3), los déficits fiscales son crónicos y voluminosos. Los ingresos fiscales no se incrementan porque, tras ciertas modificaciones impositivas durante los años de ajuste “voluntario”, la carga tributaria se mantiene relativamente estable hasta 1992 en torno al 25% del PIB. Por ello, la política presupuestaria se concentra en el recorte, éste sí abrupto, de ciertos gastos públicos, sobre todo los de naturaleza productiva, puesto que otros relacionados con el creciente pago de intereses crecen paulatinamente. Como se aborda más adelante en el apartado 4.3.1., entre 1980 y 1992 la inversión pública reduce casi a la mitad su peso sobre un PIB que a su vez también está decreciendo.

La política cambiaria, por su parte, abandona su tradicional función de protección a la industria nacional y pasa a concentrarse en estimular las exportaciones. Con el fin de incrementar los superávits comerciales, se deprecia la moneda, de forma que así se elevan los precios en moneda nacional (reduciendo las importaciones) y se abaratan en moneda extranjera (estimulando las exportaciones). En 1983 se realiza una severa devaluación que reduce un 30% el valor real de la moneda¹²¹, y después se aplican sucesivas devaluaciones adicionales, hasta que a partir de 1985 la aceleración de la inflación obliga a introducir devaluaciones diarias para mantener controlada la pérdida de valor relativo de la moneda brasileña.

Por último, el deterioro salarial es clave en el ajuste porque deteriora la ya maltrecha capacidad de consumo de la mayoría de la población, contribuyendo así a contraer la demanda interna. En 1983 se endurece la política salarial decretada por el gobierno y comienzan a aplicarse subidas salariales inferiores a las persistentes escaladas inflacionarias. Desde entonces se utiliza una escala progresiva que prevé la reposición del

¹²⁰ Si no indicamos lo contrario, el tipo de interés que utilizamos a lo largo de la Tesis es la *tasa selic* (tipo de interés básico) anualizada, obtenida de BCB (*Boletim, Mercado Financeiro e de Capitais*). Dado que durante estos años la inflación se mantiene muy elevada, los altísimos tipos de interés nominales en ocasiones resultan en tipos de interés reales negativos.

¹²¹ Hay intentos anteriores de depreciar la moneda, pero no son efectivos (Giambiagi *et al.*, 2005: 111).

100% del *Índice Nacional de Preços ao Consumidor* (INPC) para los salarios más bajos, reduciéndose el ajuste hasta el 50% conforme avanza la escala salarial. Según cálculos de Souza (1989:101), el reajuste salarial medio es de un 87%, con lo que queda legalmente establecida la caída real de los salarios. Además, la pérdida real es aún mayor debido a que la inflación que se repone es la de los seis meses anteriores al reajuste, invariablemente inferior a la que se registra, por lo que incluso los salarios que se reponen al 100% reducen su capacidad de compra. El resultado es brutal: en 1992 el valor real del salario mínimo equivale a un 58% del vigente en 1980 y el salario medio del sector industrial se aproxima al 80%¹²².

4.2. Sangría de recursos y reproducción de la espiral de endeudamiento externo

4.2.1. Éxito del ajuste: colosal transferencia neta de recursos al exterior

Por tanto, la política de ajuste no logra que la economía recupere el ritmo de crecimiento (sino que apenas crece), ni la estabilidad monetaria (sino que se desata una hiperinflación), ni la corrección presupuestaria (sino que el déficit fiscal se acentúa). Sin embargo, sí logra lo que constituye su auténtico objetivo: conseguir que Brasil realice los máximos desembolsos posibles para pagar su deuda exterior.

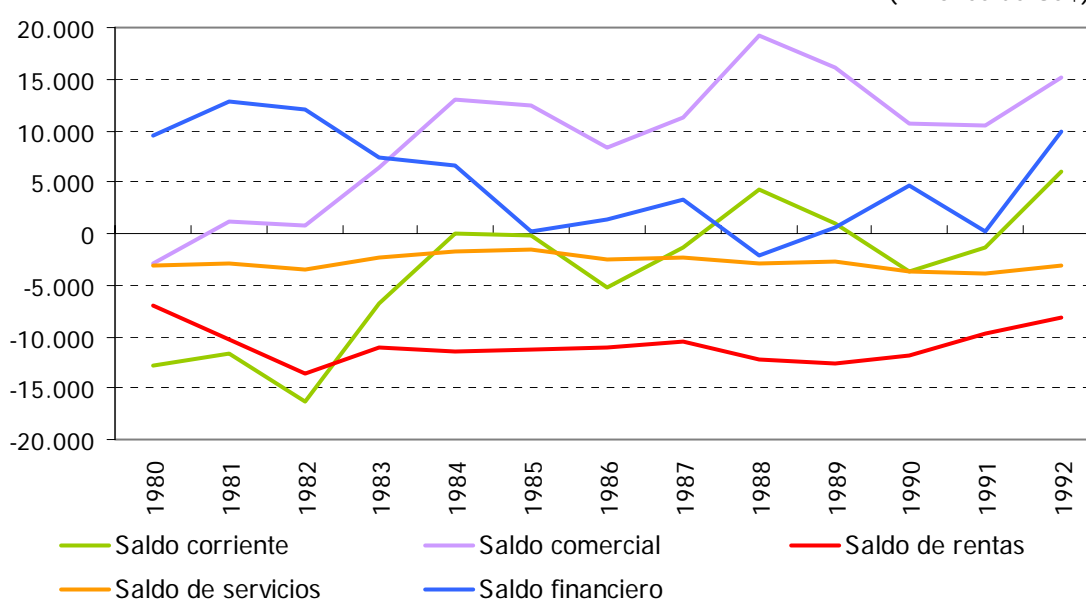
En las condiciones descritas, el único modo posible de realizar esos pagos es a través de una dura reducción de la demanda interna, es decir, generando ahorro interno neto. En efecto, entre 1981 y 1992 la demanda interna crece muy poco, a una tasa anual del 1%, cuatro décimas por debajo del ya modestísimo crecimiento del PIB. Esto se debe a que mientras el consumo de las familias y la inversión pública permanecen prácticamente estancados, incrementándose a una tasa anual del 0,4% y el 0,7% respectivamente, la inversión empresarial se reduce a una tasa del -1,3% cada año. El único componente dinámico de la demanda es el consumo público, que crece al 6,8% anual.

Adicionalmente, el ajuste estimula las exportaciones, a través de las continuas devaluaciones, los estímulos de política comercial, y la recuperación de los mercados externos a partir de 1984, mientras que ese mismo contexto restringe la capacidad importadora del país. El abaratamiento relativo de la moneda deriva en una suerte de

¹²² Tomando números índice con base 100 en 1980, para 1992 el salario medio industrial deflactado por el INPC es de 81,4. Cálculos a partir de datos de Fiesp para la región metropolitana de São Paulo.

avance defensivo del proceso sustitutivo de importaciones, que alcanza a ramas en las que las condiciones no son en absoluto favorables para la producción nacional. De hecho, la caída de las importaciones en un contexto de estancamiento productivo indica que muchas de ellas, más que sustituirse, simplemente se eliminan. Como resultado, la balanza comercial cambia radicalmente su comportamiento: las exportaciones elevan casi tres puntos su relación con el PIB, registrando un promedio del 9,9% entre 1983 y 1992, y las importaciones pierden otros tres puntos, con una media del 5,7% sobre el PIB¹²³.

Gráfico 11
Saldo corriente, formación y financiación: 1980-1992
(millones de US\$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Así, el gobierno brasileño logra el objetivo más inmediato de su política de ajuste: saldos comerciales positivos y cuantiosos para afrontar la salida de rentas que exige el pago de intereses. Los superávits comerciales son pequeños en los primeros años, pero muy importantes a partir de 1983. En esa fecha el país mejora su resultado comercial más de tres puntos porcentuales sobre el PIB, y al año siguiente el avance es equivalente. El vuelco de la balanza comercial es inmediato: pasa de un superávit del 0,3% en 1982 al 6,9% en 1984. Según vemos en el gráfico 11, la abultada posición superavitaria de la balanza comercial se mantiene, de forma que obtiene un promedio positivo del 4,2%

¹²³ Por su parte, el saldo de la balanza de servicios apenas experimenta variación, manteniéndose unas décimas por debajo del 1% sobre el PIB.

sobre el PIB entre 1983 y 1992. Esta gran entrada de divisas determina un cambio radical de la inserción de Brasil en la economía mundial.

Por un lado, como ilustra el gráfico 11, las salidas netas de rentas aumentan considerablemente desde 1982 y luego se mantiene en cifras muy elevadas durante todo el período, en torno a los 10.000 millones de dólares anuales, lo que supone un desembolso anual equivalente al 4% del PIB. Pero, según recoge el gráfico 10 del capítulo 3, con el agravante de que ahora las entradas de capital del exterior ya no financian estas salidas¹²⁴. Por tanto, son los superávits comerciales, en vez de los créditos internacionales, los que pasan a financiar los pagos externos de rentas. Es decir, el pago de la deuda externa ya no se realiza recurriendo a la captación de más ahorro externo sino, tal y como el ajuste pretende, mediante recursos internos.

Sin embargo, en la medida en que también la balanza de servicios es negativa, son pocos los años en los que el superávit comercial permite que la cuenta corriente registre saldos positivos (ver gráfico 11). Esto significa que la economía sólo puede afrontar parcialmente el servicio de su deuda externa, ya que atiende al pago de los intereses, pero sólo en escasa medida la amortización del principal de los créditos que, como explicamos en el apartado 4.2.2., es periódicamente renegociada. En cualquier caso, el fuerte ajuste interno que sufre la economía permite contener los importantes déficit por cuenta corriente que se registran en los años setenta y hasta 1983.

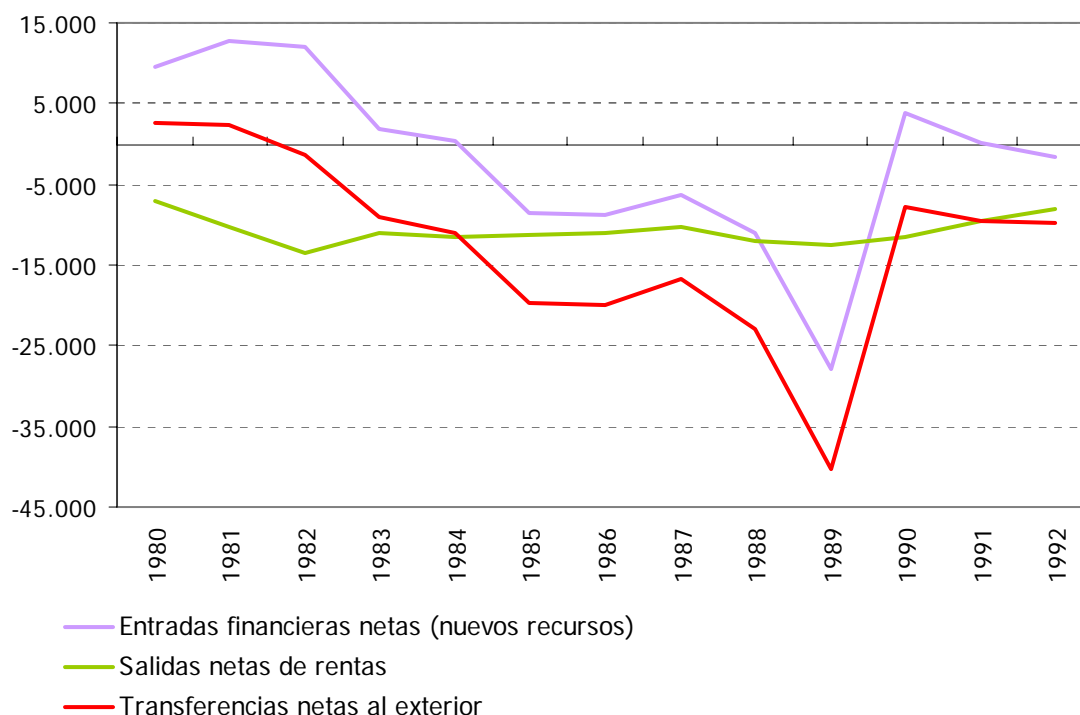
En definitiva, Brasil deja de captar recursos del exterior y comienza a transferirlos, entendiendo esa "transferencia" (que recogemos en el gráfico 12), como la diferencia entre las entradas financieras netas que inyectan nuevos recursos y las salidas netas en concepto de rentas. Si de las entradas financieras descontamos las "refinanciaciones", obtenemos que el ingreso anual neto de recursos entre 1981 y 1992 no es de 4.736 millones de dólares anuales, como de forma agregada anota la balanza de pagos (y nosotros reproducimos en el gráfico 11), sino que tiene un valor negativo de 2.742 millones de dólares al año¹²⁵.

¹²⁴ Para mantener la coherencia entre sus distintos saldos en el gráfico 11 incluimos el resultado neto de la cuenta financiera tal y como se registra en la balanza de pagos. Es decir, no descontamos las entradas anotadas como "refinanciaciones" que, según explicamos en el apartado 3.3.3., suponen el reconocimiento de atrasos e impagos, no el ingreso de recursos.

¹²⁵ Se evidencia así que el Plan Baker de 1985, que plantea que los bancos privados colaboren en la refinanciación de la deuda a través de la concesión de nuevos créditos, no altera en absoluto la "sequía" de crédito que sufre Brasil.

Gráfico 12
Transferencia neta de recursos al exterior 1980-1992

(millones de US \$)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Las entradas financieras netas no coinciden con el saldo de la cuenta financiera del gráfico 11 porque aquí descontamos las "refinanciaciones".

Por otra parte, y aunque las suspensiones de pagos son frecuentes¹²⁶, las salidas de rentas mantienen, como dijimos, una dimensión enorme, de en torno a 10.000 millones de dólares anuales. Como resultado, la transferencia neta de recursos, diferencia entre el saldo de rentas y el financiero sin "refinanciaciones", se dispara: pasa del 0,5% en 1982 al 4,8% del PIB en 1983. Su magnitud permanece muy elevada durante todo el período, arrojando una media del 4,4% sobre el PIB, lo que supone aproximadamente 13.000 millones de dólares anuales. Algunos años la sangría de recursos es descomunal: de más del 9% del PIB en 1985 y 1989, y de casi el 8% en 1986 y 1988. En total, entre 1981 y 1992 Brasil transfiere al exterior del orden de 167.000 millones de dólares¹²⁷.

¹²⁶ Hay suspensiones de pagos en 1983-1984, 1987 y 1989-1990 (BCB, 1997).

¹²⁷ Según nuestros cálculos la cantidad exacta es de 167.763 millones de dólares.

4.2.2. Reproducción de la espiral de endeudamiento externo

Durante estos años, a pesar de que Brasil realiza pagos externos de una magnitud colosal, la espiral de endeudamiento que llevó al país a la insolvencia financiera no sólo no se desactiva, sino que se amplifica.

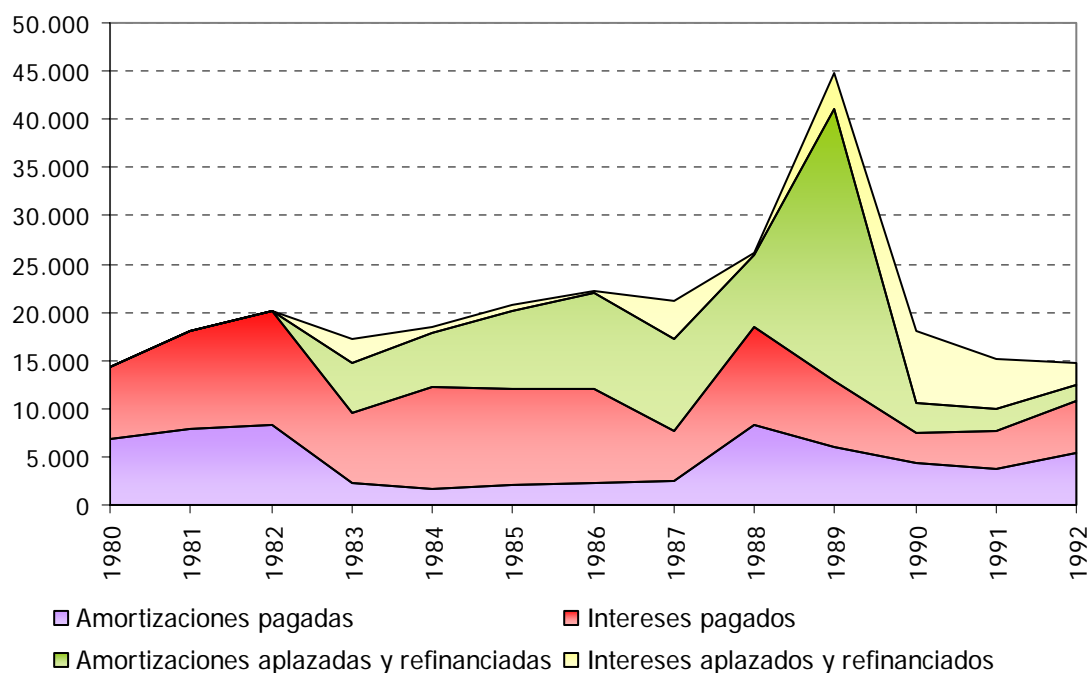
Los voluminosos pagos realizados no consiguen liquidar siquiera una parte significativa de la deuda pendiente debido a que las suspensiones y renegociaciones, que cuando no son inicialmente intermediadas por el FMI acaban por avenirse a sus programaciones, priorizan el pago de los intereses sobre la amortización de deuda (Aglietta y Moatti, 2002: 92-95 y Roddik, 1990: 76-77). Este esquema de pago, que favorece a los acreedores (cobran intereses y mantienen intacto el nominal que genera nuevos intereses) y perjudica a los deudores (que a pesar de sus pagos no reducen su endeudamiento), es el resultado de la desigual correlación de fuerzas entre unos y otros. Mientras a los países deudores se les impone la negociación "caso por caso", lo que anula cualquier posible iniciativa de cohesión y acumulación de fuerzas, los acreedores se organizan en sendos grupos: los gobiernos en el Club de París y los bancos comerciales en el "club de Londres"¹²⁸. La doctrina imperante es que los países endeudados, una vez "ajustados" y superada la crisis de liquidez, recuperarán su capacidad de pago, por lo que tampoco se contempla ningún tipo de cancelación.

Como vemos en el gráfico 13, el grueso de los pagos realizados hasta 1987 salda intereses, pero sólo una proporción muy pequeña liquida principal. Si en 1980 el 52,3% de éstos se destina al pago de intereses, desde que en 1983 el FMI intermedia las negociaciones esta proporción se dispara: en 1984 Brasil destina a abonar intereses el 86,2% de los recursos que desembolsa¹²⁹. Como resultado, entre 1983 y 1987 los pagos sólo amortizan el 22,6% del principal pendiente. Este esquema registra cierta modificación en 1988, cuando tras la moratoria del año anterior Brasil reinicia sus pagos priorizando la amortización de principal, que pasa de 2.524 millones de dólares a 8.291 millones. Ese nivel de liquidación de deuda no se sostiene en el futuro, pero las amortizaciones de capital ganan cierta presencia, que sin embargo, es insuficiente para desactivar la espiral de endeudamiento, de modo que ésta sigue avanzando.

¹²⁸ Sobre el proceso de negociaciones se puede consultar Aglietta y Moatti (2002: 71-72).

¹²⁹ Cálculos realizados a partir de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Gráfico 13
Pagos, aplazamientos y refinanciaciones de deuda externa:
1980-1992
 (millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

En definitiva, el esquema impuesto por los acreedores explica que los pagos realizados no redunden en una reducción proporcional de la deuda acumulada. Esta es la causa por la cual, a pesar de la dimensión de los pagos y de que los créditos generadores de nueva deuda prácticamente desaparecen a partir de 1985, el endeudamiento sigue aumentando. La deuda externa bruta crece velozmente: si de 1974 a 1980 pasa de 20.032 a 64.259 millones de dólares, en 1987 ya alcanza los 121.188 millones. En 1992 Brasil debe a sus acreedores externos 135.949 millones de dólares, una deuda casi el doble de la que precipitó la crisis de insolvencia diez años atrás¹³⁰.

¹³⁰ El avance de la espiral de endeudamiento externo se refleja también en el creciente peso de la deuda externa bruta sobre el PIB. Parte del 27% en 1980 y en 1984 ya alcanza el 53,8%. Posteriormente se reduce, pero siempre se mantiene por encima de los niveles que provocaron la crisis. La evolución de la deuda externa neta es equivalente.

4.3. Quiebra del esquema de funcionamiento económico

4.3.1. Repliegue de la intervención estatal y hundimiento productivo

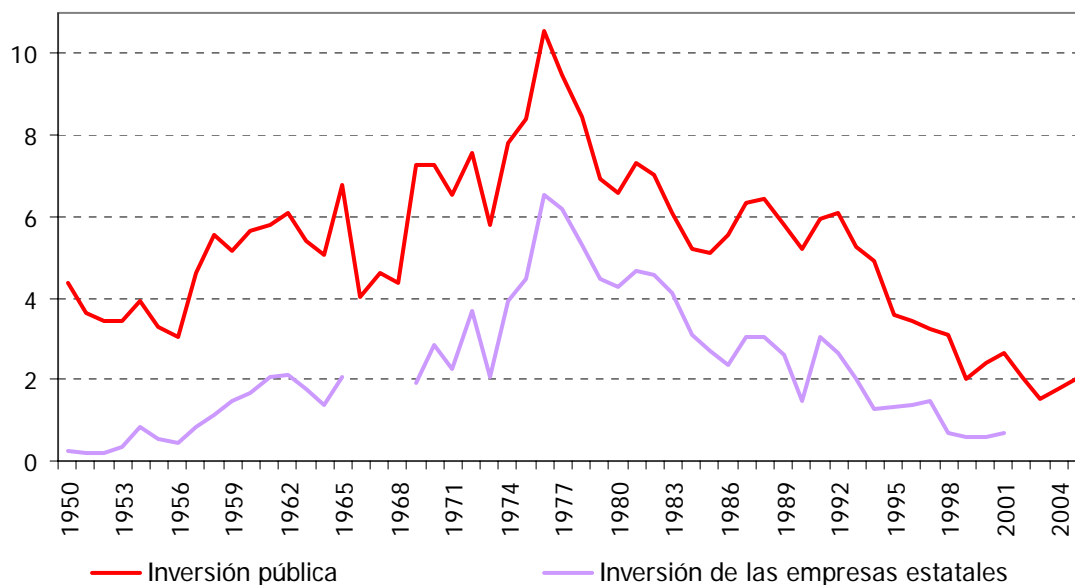
La prioridad de atender los pagos de deuda externa, y el imperativo de hacerlo exclusivamente mediante el uso de ahorro interno, subordina durante todo el período la dinámica económica del país. El corte en el suministro de financiación internacional, sumado al imperativo de destinar una parte considerable de rentas internas a atender los pagos externos, mina el motor que en las décadas anteriores ha dinamizado el crecimiento: el protagonismo estatal. Como sabemos, el Estado concentra el grueso de la deuda externa, por lo que se ve obligado a destinar una parte considerable de sus mermados recursos al pago de intereses. Así, parte de los mecanismos que permitieron el crecimiento van desmantelándose o colapsando por su propia insostenibilidad.

Por ejemplo, como hemos visto, las políticas monetaria y cambiaria dejan de estar al servicio de la expansión de la demanda interna y del fortalecimiento de la industria nacional, pasando a restringir el uso interno de recursos y a favorecer las exportaciones. Pero es la evolución de la inversión pública la que mejor sintetiza la deserción estatal de la estrategia de crecimiento.

Según recoge el gráfico 14, los gastos públicos en inversión interrumpen su potente expansión al finalizar la década de los setenta, de forma que su peso sobre el PIB ya descende del 10,6% al 7% entre 1976 y 1982. La intervención del FMI en 1983 ahonda este retroceso, de modo que en 1984 la tasa de inversión pública ya anota un valor del 5,2%, menos de la mitad del registrado ocho años atrás. Aunque, tal y como ilustra el gráfico 14, en los años siguientes hay cierta recuperación, la comparación con las décadas precedentes es definitiva: a comienzo de los años noventa el peso de la inversión pública sobre un PIB que ahora se mantiene prácticamente estancado es equivalente a la de los últimos años cincuenta. El mismo gráfico nos informa de que el repliegue del Estado en la actividad productiva se materializa en un severo recorte de las inversiones realizadas por las empresas públicas, que, habiendo alcanzado un máximo del 6,5% del PIB en 1976, toman valores que oscilan entre el 3% y el 1,5% en 1984-1992. Tengamos en cuenta que a lo largo de los años ochenta el valor de estas inversiones en términos reales se reduce más de un 60%¹³¹.

¹³¹ Según datos de IPEA las empresas públicas que más acusan el recorte de inversiones son las dedicadas a los sectores de transporte e industria de transformación.

Gráfico 14
Tasas de inversión pública y de las empresas estatales:
1950-2005
 (% del PIB)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

Las inversiones de las empresas estatales se incluyen en inversión pública. Los datos de inversión de las empresas públicas no se encuentran disponibles para 1966-1968 ni para 2002-2005.

Sin acceso a ahorro externo y dedicando una enorme proporción del ahorro interno a pagar a los acreedores internacionales, y por consiguiente, sin posibilidad de mantener los mecanismos que directa e indirectamente dinamizaron el crecimiento durante las décadas anteriores, no es factible generar una dinámica de crecimiento mínimamente sostenida. Pensemos por ejemplo que la tasa de inversión total, en el pasado sostenida por la acción directa e indirecta del Estado, se reduce a una tasa anual del -0,7% entre 1981 y 1992.

En estas condiciones, la recuperación sostenida de una nueva dinámica de crecimiento resulta inviable. El cortocircuito del crecimiento acontece de forma súbita en 1981. Si en 1980 el crecimiento es todavía muy elevado (del 9,2% anual), sólo un año después el colapso productivo es ya inminente: el PIB se contrae un -4,3% y la producción per cápita un -6,5%, dando comienzo a un trienio de profunda recesión. Los años entre 1981 y 1983 son conocidos como el "*buraco negro*", porque registran la crisis más profunda de la historia brasileña¹³². La producción se reduce a una tasa de -2,1% anual, mientras que el PIB per cápita lo hace al -4,4%. Cuando la recuperación parece apuntar en los siguientes cuatro años (6% anual), en 1988 la economía regresa a la trayectoria recesiva, iniciando

¹³² "*Buraco negro*" significa agujero negro. Según el compendio estadístico del IBGE (2003) esta es la crisis más severa de la que hay constancia (incluida la de los años treinta).

una crisis aun más larga que el "*buraco negro*", pues dura hasta 1992¹³³. En conjunto, entre 1981 y 1992 el crecimiento es apenas del 1,4% anual. La ruptura con el dinamismo precedente es evidente: recordemos que en las tres décadas pasadas Brasil creció al 7,4% cada año. Ese leve incremento de la producción ni siquiera es suficiente para compensar el aumento demográfico, por lo que el PIB per cápita registra tasas negativas en siete de los doce años del período, anotando una caída media anual del -0,7%. De ese modo, en 1992 la producción por habitante es un 8% inferior a la de 1980. La "década pérdida", en efecto, supuso una pérdida enorme para Brasil.

Además, como apuntamos en el capítulo 2, en estos años Brasil precariza su ya deficiente especialización productiva. El cortocircuito de la actividad económica afecta sobre todo al sector industrial, que registra un crecimiento negativo medio de -0,5% anual¹³⁴. El consiguiente proceso de desindustrialización (el sector pierde 9,7 puntos porcentuales sobre la producción total) convive con un avance acelerado de la participación de los servicios, que pasan de suponer 49% al 62,5%. Según analizamos en el apartado 4.4., este avance no es resultado de una terciarización "positiva" de la estructura productiva, sino del auge del rentismo financiero. Además, el retroceso industrial no es homogéneo, sino que se concentra en las ramas de bienes de capital. La producción de máquinas y equipos pasa de crecer débilmente a hundirse: entre 1981 y 1992 mengua a una tasa del -3,5% anual, con lo que se reduce casi un 35%.

Como el contexto es extremadamente adverso para las importaciones, las siempre limitadas compras en el exterior de máquinas y equipos también disminuyen: las importaciones de bienes de capital sobre las importaciones totales significan apenas un promedio del 11,6% (eran el 16,2% en la segunda mitad de los años setenta), mientras que la proporción de máquinas y equipos importados sobre la FBCF en máquinas y equipos realizada es sólo el 11,2% (era el 18,6%). De esta forma, el impacto del ajuste sobre el tejido industrial es doblemente destructivo.

4.3.2. Desorden monetario generalizado

Estos años de aguda destrucción económica son también de un desorden monetario monumental. De hecho, prácticamente todos los especialistas coinciden en caracterizar este período como de hiperinflación. Se trata así de un fenómeno en el que el incremento descontrolado de los precios de las mercancías va unido al de otras variables monetarias,

¹³³ En estos cinco años el PIB se reduce a una tasa media del -0,2% anual, y el PIB per cápita al -2%.

¹³⁴ El colapso de la producción de bienes de consumo duradero, que pasa de crecer casi un 10% anual a menos del 1%, es sintomático de la ruptura con el esquema de crecimiento industrial precedente.

como los tipos de interés y de cambio, que pierden sus referentes con la trayectoria productiva y distorsionan severamente el funcionamiento económico¹³⁵.

Las tensiones inflacionarias, según recoge el gráfico 6 (capítulo 3), ya están presentes en la segunda mitad de los años setenta y, como se ha explicado al principio de este capítulo, se amplifican al inicio de la década de los ochenta a causa de algunas de las medidas de ajuste aplicadas. En particular, los objetivos de mantener la moneda depreciada y la demanda interna deprimida determinan un manejo muy brusco tanto del tipo de interés como de cambio. La total incertidumbre sobre la evolución de ambas variables, que son decisivas en la conformación de los costes de las empresas, alimenta la inflación porque las empresas que pueden suben sus precios para protegerse frente a potenciales pérdidas futuras (Almeida y Novais, 1989). En este contexto inflacionario, la corrección monetaria introducida por el gobierno para posibilitar el endeudamiento público a pesar de la inflación comienza a extenderse.

En efecto, la proliferación de los títulos públicos indexados reproduce un complejo sistema de corrección monetaria que, con el paso del tiempo y las resoluciones del *Banco Central do Brasil*, termina afectando a todo tipo de activos y contratos (tipo de cambio, servicios públicos, contratos inmobiliarios y financieros privados, salarios)¹³⁶. Así, la mayoría de los precios del país quedan fijados según un sistema de corrección automática que repone los precios en función de la tasa de inflación pasada. Los precios no indexados también se incrementan, porque se ajustan al alza para mantener su valor relativo respecto a los indexados. En definitiva, de forma automática, la corrección monetaria que la misma inflación generaliza deriva, como muestra el gráfico 15, en continuas escaladas inflacionarias.

Dado que es la corrección monetaria la que alimenta inercialmente la inflación, el ajuste, que pretende controlarla mediante el control de la demanda, es un auténtico fracaso en esta materia. De hecho, según se van aplicando los programas de ajuste el caos monetario no sólo no se contiene, sino que se agudiza: la inflación pasa de una tasa anual del 79,4% en 1979 al 227,9% en 1984¹³⁷. Una vez constatado el fracaso de las políticas contractivas, tanto los gestores gubernamentales como la ortodoxia académica del país

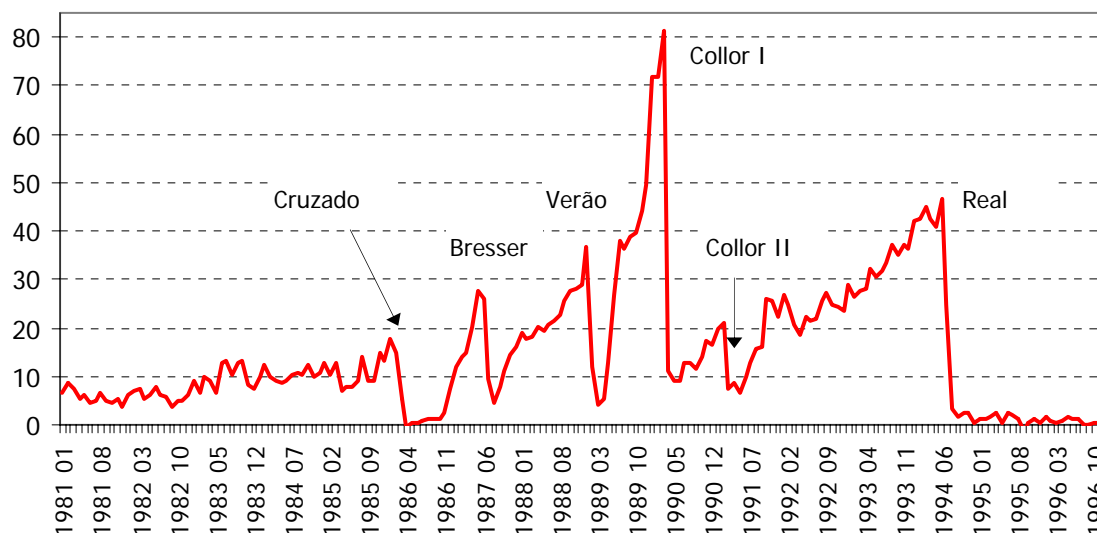
¹³⁵ Es lo que algunos autores denominan la “financiarización de los precios” (Belluzzo y Almeida, 2002: 158-183 y Carneiro, 2002: 206).

¹³⁶ Más detalles sobre los mecanismos de corrección monetaria en Simonsen (1995), Carneiro (2002: 205-217) y Belluzzo y Almeida (2002: 95-137 y 239-273).

¹³⁷ La elaboración de Cartas de Intención para el FMI basadas en estimaciones de inflación cada vez más elevadas es la prueba más evidente de la ineficacia de la estrategia *fondomonetarista* (SELA, 1986: 35).

asumen la hipótesis de que la inflación brasileña no es el resultado exclusivo de presiones de demanda. Comienza así a ganar aceptación la denominada “hipótesis inercial”, según la cual la inflación se reproduce sobre todo a través de los múltiples mecanismos de indexación presentes en la economía¹³⁸.

Gráfico 15
Tasa de inflación: 1981-1996
(IGP-DI, % anual)



Elaboración propia a partir de datos de *Fundação Getúlio Vargas (Cojuntura Econômica)*.

Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI). La numeración del eje horizontal indica años y meses.

A partir de este diagnóstico, y aunque se insiste en la aplicación de medidas monetarias contractivas, en 1986 comienzan a implementarse también planes de estabilización denominados “heterodoxos”, que pretenden combatir la inflación inercial a través de la desindexación de la economía¹³⁹. La hiperinflación, símbolo de la crisis y el caos económico que vive Brasil, es ya un problema social de primer orden que compromete la legitimidad del cada vez más debilitado gobierno militar: los intentos fracasados de estabilización monetaria marcan la gestión económica tanto de los años de la “*Nova República*” (1985-1989) como de los primeros noventa. Según recoge el cuadro 3, entre 1986 y 1991 prácticamente cada año se lanza un nuevo programa “heterodoxo” que

¹³⁸ Entre los economistas brasileños que desarrollan dicha hipótesis destacan Bresser-Pereira (1981) y Bresser-Pereira y Nakano (1983 y 1991). Una buena síntesis de la discusión teórica de aquellos años se encuentra en Bier *et al.* (1987), Rego y Marques (2003: 164-195) y Giambiagi *et al.* (2005: 121).

¹³⁹ No hay consenso, sin embargo, sobre cómo realizar la desindexación. En la época se discuten cuatro fórmulas: el “pacto social” defendido por economistas del PMDB y Unicamp, el “choque ortodoxo” apoyado por economistas de la FGV, el “choque heterodoxo” de Francisco Lopes y la “reforma monetaria” de André Lara Resende y Pêrsio Arida.

pretende eliminar los mecanismos automáticos de reproducción inflacionaria mediante congelaciones de precios y salarios¹⁴⁰. Son años de combate desesperado contra la inflación en los que se aplican 8 programas de estabilización, 15 políticas salariales, 54 alteraciones en el sistema de control de precios, 18 cambios en la política cambiaria, 11 índices oficiales distintos de inflación, 5 congelaciones de precios y salarios, y 18 circulares presidenciales anunciando cortes drásticos en los gastos públicos, a los que hay que añadir 5 cambios de patrón monetario (Giambiagi *et al.* 2005: 258-283)¹⁴¹.

Cuadro 3
Planes de estabilización: congelaciones de precios

Plan de Estabilización	Inicio	Duración (meses)	Inflación (%)		
			Antes	Durante	Después
<i>Cruzado</i>	marzo – 86	9	11,1	10,3	14,5
<i>Bresser</i>	junio – 87	3	14,5	21,6	16,5
<i>Verão</i>	enero – 89	5	27,3	100,8	37,6
<i>Collor I</i>	marzo – 90	4	72,8	71,1	18,3
<i>Collor II</i>	enero – 91	4	18,3	41,1	21,1

Tomado de Giambiagi *et al.* (2005: 268). Son datos de IBGE y de *Fundação Getúlio Vargas*.

La inflación de “antes” es la correspondiente al mes anterior a la congelación de precios, y la de “después” es la del sexto mes posterior a su fin.

Sin embargo, como vemos en el cuadro 3 y el gráfico 15, los sucesivos programas de estabilización sólo logran contener la inflación durante el breve período en el que se mantiene la congelación de los precios. Una vez ésta se suspende, los mecanismos de corrección monetaria se restablecen, por lo que se reinicia una explosión inflacionaria más aguda en cada ocasión. Según explicamos en el capítulo 8, las repetidas escaladas inflacionarias no se detienen hasta 1994, con la puesta en marcha del *Plano Real*.

¹⁴⁰ Cada plan incorpora elementos específicos e incluye medidas ortodoxas de contracción de demanda. Un buen resumen de los planes de estabilización se encuentra en Giambiagi *et al.* (2005: 138-139). También se puede consultar Rezende Filho (1999: 166-189) y Rego y Marques (2003: 164-195).

¹⁴¹ En 1986 se pasa del *cruzeiro* al *cruzado*; en 1989 al *cruzeiro novo*; en 1990 otra vez al *cruzeiro*; en 1993 al *cruzeiro real*; y en junio de 1994 se instaura el *real*, vigente hasta la actualidad.

4.3.3. Crisis fiscal

Las finanzas públicas, que ya arrastran una fragilidad importante, sufren durante estos años un profundo deterioro. De hecho, la grave crisis de insolvencia externa que asola al país es, en realidad, una crisis fiscal¹⁴².

Esto se debe a que el endeudamiento externo recae casi en exclusiva en el Estado. Por un lado, cuando en 1982 estalla la crisis él es el principal deudor en moneda extranjera, porque es el agente que más créditos había contraído en los años setenta y porque asume gran parte de la deuda externa privada a finales de esa década. Además, durante los años ochenta el Estado continúa asumiendo cada vez más pasivos externos del sector privado.

El mecanismo de estatización de deuda externa, que según explicamos en el apartado 3.3.2. se inicia en los años setenta, se acelera en 1983, ya que es una de las condiciones impuestas por el FMI para que Brasil pueda renegociar su deuda (Carneiro, 2002: 126-138 y 181-193). Estas renegociaciones imponen la intermediación del BCB, que refinancia o asume el pago de la deuda externa de los agentes privados a cambio de que éstos hagan depósitos en moneda nacional. Así, mientras el banco central acumula deuda externa, los demás agentes contraen deudas con él en moneda nacional. Por eso, como vemos en el gráfico 16, en 1983 el sector privado comienza a reducir su deuda externa, mientras que el Estado, que aunque apenas suscribe deuda externa "nueva" asume la deuda privada que le impone el FMI, incrementa su endeudamiento externo¹⁴³.

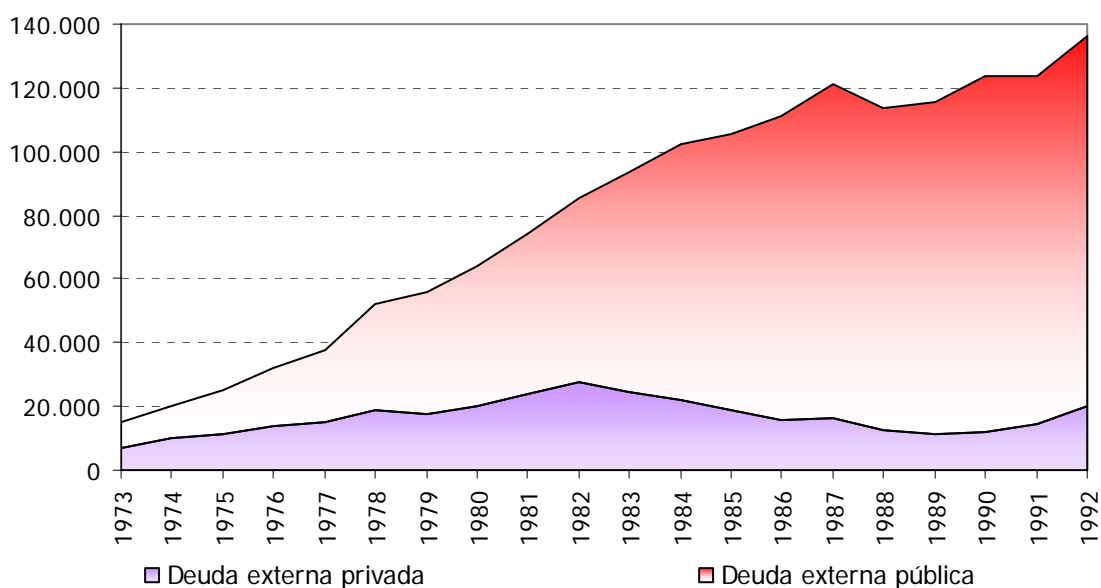
De esta forma, la participación estatal en la deuda externa del país, se eleva desde el 69,2% en 1980 hasta el 85,3% en 1992¹⁴⁴. En el intervalo de 1988 a 1991 dicha participación se aproxima al 90%. En definitiva, a lo largo de estos años el problema de la deuda externa se convierte en un problema casi exclusivamente del Estado, de modo que la crisis de la deuda externa se convierte en una crisis fiscal.

¹⁴² Aunque la situación fiscal es crítica desde el inicio de la década, es en 1985, con el corte en el suministro de nuevos créditos externos, cuando la crisis fiscal se manifiesta en toda su intensidad. Sobre la crisis fiscal de estos años recomendamos Bresser-Pereira (1991), Biasoto Jr. (1992), Giambiagi y Além (2001: 126-153), y Carneiro (2002: 179-205).

¹⁴³ En efecto, el aumento de la deuda externa pública se debe al incremento del endeudamiento del gobierno federal y del BCB, titulares de la deuda externa estatizada.

¹⁴⁴ La estatización de deuda externa se acelera con la intervención *fondomonetarista*: pasa del 67,5% al 82,1% entre 1982 y 1985. Los datos de deuda pública los obtenemos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

Gráfico 16
Deuda externa pública y privada: 1973-1992
 (millones de US\$)

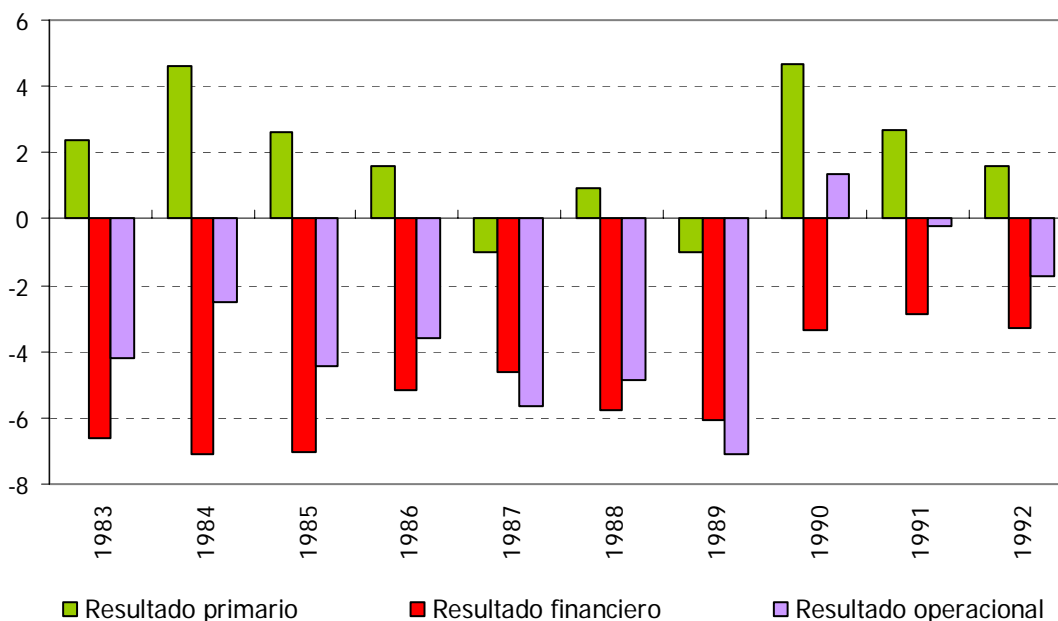


Datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

La situación financiera del Estado es desastrosa. Carga con una deuda externa monumental y cada vez más cara, y en un contexto muy adverso. Por un lado, a pesar de la retórica del ajuste fiscal, sus exiguos ingresos no mejoran. Además, el ajuste implica nuevos gastos públicos, como por ejemplo, los que se derivan de la necesidad de lograr superávit comerciales, mediante la concesión de incentivos fiscales, exenciones y subsidios al comercio exterior, los cuales pasan del 1,7% al 2,5% del PIB entre 1981 y 1987 (Carneiro, 2002: 183). Las pérdidas de las empresas estatales derivadas de los desfases de sus precios y tarifas también se acentúan: entre 1985 y 1989, las congelaciones de precios determinan caídas reales del 25,4% en el precio de la gasolina, del 8,7% en los productos siderúrgicos y del 7,8% en la energía eléctrica (ibid.: 95).

Afrontar sus ingentes obligaciones financieras sin incrementar sus ingresos y teniendo que afrontar gastos nuevos, exige al Estado brasileño un esfuerzo descomunal. Este esfuerzo se concentra en ahorrar recursos mediante el severo recorte de sus gastos no financieros. Consiguientemente, y según recoge el gráfico 17, desde 1983 Brasil registra resultados primarios positivos y de magnitudes relevantes, pues su promedio anual hasta 1992 equivale al 1,9% del PIB. Este superávit, sin embargo, es insuficiente para compensar la gran magnitud que alcanzan los pagos de intereses, a los cuales entre 1983 y 1992 el Estado destina un valor equivalente al 5,2% del PIB, con años en que los gastos financieros rondan el 7%.

Gráfico 17
Resultados fiscales: 1983-1992
 (% del PIB)



Datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

Antes de 1983 el resultado operacional no se encuentra desglosado en sus componentes primario y financiero.

En definitiva, la posición fiscal arrastra una problemática similar a la que desencadenó la crisis de insolvencia externa. Igual que las salidas de rentas determinaban un desfase corriente enorme, y la capacidad del saldo comercial para corregirlo era insuficiente, los resultados primarios positivos no pueden compensar el enorme peso de las obligaciones financieras del Estado. Como resultado, hasta 1989 se registran déficits operacionales muy importantes: la medida para 1983-1989 es del -4,7% sobre el PIB. A partir de 1990 el resultado operacional mejora, pero según se aborda en el capítulo 11, esta mejora no perdura en el tiempo. La única vía para saldar los déficits públicos es incrementar el nivel de endeudamiento. Según veremos a continuación, como el Estado brasileño no puede captar créditos internacionales, lo que hace es emitir títulos de deuda interna, por lo que su situación financiera no hace más que empeorar.

4.4. Origen y auge del rentismo financiero

4.4.1. Un nuevo negocio: la deuda pública indexada

La debilidad de la demanda interna y el colapso de la producción limitan enormemente las posibilidades de obtener rentabilidad en el ámbito productivo. Sin embargo, ese contexto de persistente crisis fiscal y generalizado desorden monetario, en el cual el Estado debe encontrar los recursos que necesita para afrontar sus cuantiosas obligaciones financieras, determina la aparición de un nuevo negocio financiero que será decisivo para el futuro económico del país: la deuda pública interna.

Al mismo tiempo, el caos monetario imperante y, en particular, el hecho de que la moneda deje de ser útil como reserva de valor, determina que los títulos públicos con corrección monetaria pasen a ejercer dicha función. Además, los bancos privados emiten títulos cuyo rendimiento se vincula al de los títulos públicos indexados, y que también sustituyen en ciertas operaciones a la moneda corriente¹⁴⁵. Como resultado, a lo largo de la década el papel moneda pasa de constituir el 7,1% de los activos financieros en circulación al 1,8%, mientras que los depósitos a la vista y a plazo también pierden mucha importancia, pasando del 27,7% y el 25,6%, respectivamente, al 4,5% y el 6,9%. Como contrapartida, los títulos públicos ascienden del 18,3% al 60,6%¹⁴⁶. La inflación y el desorden monetario, que en principio podrían ser un obstáculo para la emisión de deuda pública, gracias a la indexación, se convierten en el mejor instrumento a disposición del Estado para obtener los recursos que necesita.

Es así como los títulos públicos se convierten en el negocio estrella del país¹⁴⁷. Las emisiones de LTN, cuyo rendimiento se prefija en el momento de la emisión, aumentan durante los primeros años ochenta, pasando del 2,1% al 4,7% del PIB entre 1980 y 1985. Sin embargo, conforme crece el descontrol de las variables monetarias los compradores de deuda pública reorientan su interés hacia los títulos indexados, que se convierten en la mejor fórmula para preservar el valor de la riqueza financiera.

¹⁴⁵ Sobre cómo el contexto monetario de estos años, al que Bruno denomina "sistema monetario dual", alimenta el rentismo financiero, recomendamos Belluzzo y Almeida (2002: 137-195), Bruno (2005), Bruno y Caffè (2006: 319-321) y Diawara (2006: 294-295).

¹⁴⁶ Datos a diciembre de 1980 y febrero de 1990 tomados de Belluzzo y Almeida (2002: 192).

¹⁴⁷ La emisión masiva de deuda pública indexada amplifica el desorden monetario. La indexación general se basa en la corrección monetaria respecto a los títulos públicos, que se emiten a plazos cada vez más cortos, por lo que la corrección monetaria general termina por ser diaria.

Por ejemplo, las emisiones de *Obrigações do Tesouro Nacional* (OTN, antiguas ORTN), cuyo rendimiento se ajusta *a posteriori* según los índices de corrección monetaria, se disparan: en sólo un año duplican su valor sobre el PIB, pasando del 4,7% en 1980 al 8,3% en 1981, y siguen incrementándose según avanza la década, de forma que en 1988 suponen el 34,1% del PIB. Ese año el Estado lanza un nuevo título especialmente atractivo, las *Letras Financeiras do Tesouro* (LFT)¹⁴⁸, que remuneran al comprador con un tipo de interés equivalente al del mercado abierto y gozan de liquidez inmediata. La suma de ambas características anula los desajustes de liquidez y rentabilidad entre los depósitos a corto plazo que los bancos (sus principales compradores) obtienen del público y las compras de títulos públicos a las que destinan dichos depósitos. Es por ello que las LFT se convierten, inmediatamente, en la colocación más atractiva del país. En 1988, el año de su lanzamiento ya suponen el 35,6% del PIB, y un año después, su valor supera al de la producción del país (es el 115,3% del PIB)¹⁴⁹.

La masiva emisión de títulos de deuda interna indexada y la avidez con la que son comprados modifica sustancialmente la composición de la deuda pública (ver gráfico 16), de manera que la deuda interna con respecto a la total pasa del 35,7% al 50,9% entre 1983 y 1992. Como es lógico, ese crecimiento del endeudamiento interno a tipos de interés extraordinariamente elevados genera una mayor carga financiera, tanto que en los primeros años noventa ya es más gravosa que la derivada de la deuda externa. De esta forma, no es sólo el pago de intereses a sus acreedores externos, sino también los crecientes pagos a los compradores de deuda interna, lo que perpetúa la crisis fiscal.

4.4.2. Auge del rentismo financiero

La contrapartida del enorme coste que supone para el Estado su endeudamiento interno es el surgimiento de un nuevo y prolífico filón financiero. Recordemos que durante estos años el Estado brasileño destina más del 5% del PIB al pago de intereses, y una parte creciente de éstos van a parar a los compradores de deuda interna. Así, en un contexto de hundimiento productivo y recesión generalizada, los títulos públicos indexados permiten a un reducido grupo social obtener rendimientos financieros muy elevados.

Como se analiza en el apartado 4.3.4., el Estado se haya atrapado en un esquema financiero de tipo *ponzi*, esto es, dedica los recursos que obtiene mediante su endeudamiento a abonar los intereses de la deuda anteriormente contraída. Es decir, los

¹⁴⁸ Sobre la peculiaridad de las LFT recomendamos Bacha y Chrysostomo (2006).

¹⁴⁹ En 1990 el *Plano Collor* congela los activos financieros y provoca el desplome en la compra de títulos que, según veremos en el capítulo 9, se recupera enérgicamente en los años siguientes.

recursos empleados en la compra de títulos públicos no contribuyen a financiar nuevas actividades económicas que puedan generar cualquier incremento de la producción, sino que permiten obtener beneficios sin trascender el circuito financiero. Se trata de simple rentismo financiero.

De esa manera, los beneficios obtenidos en aquel mercado de deuda pública crecen muchísimo a lo largo de este período, según se amplifican las espirales de endeudamiento público y caos monetario¹⁵⁰. De hecho, ese mercado se convierte en el que predomina dentro del reducido marco de los mercados financieros del país, aportando la mayor parte de la creciente rentabilidad que se alcanza en ellos. El valor real de los activos financieros que se mantienen en el país¹⁵¹, representaba el 11,4% del PIB en 1970 y, tras elevarse paulatinamente en los años setenta, se dispara entre 1980 y 1982, cuando pasa del 22% al 28,2%, alcanzando el 33% en 1985-1986, para mantenerse más o menos en esos niveles relativos hasta el final del período¹⁵².

Que una parte tan importante del ahorro interno se ensimisme en el circuito financiero obteniendo beneficios rentistas y sin conectarse con la actividad productiva, supone un importante obstáculo que profundiza las deficiencias estructurales que registra la dinámica inversora. Se inicia así un fenómeno que se consolidará en los años noventa. La existencia de títulos financieros garantizados por el Estado, muy líquidos, y cuyos elevados rendimientos quedan protegidos de los principales riesgos monetarios y financieros, absorbe una gran cantidad de recursos, que prefieren lucrarse a través de esa posición rentista que implicarse en la actividad productiva mediante la financiación de proyectos de inversión. El uso improductivo que de esta forma se da a una parte del escaso ahorro nacional agudiza las grandes dificultades que tienen las empresas para lograr financiación.

En particular, los bancos privados que, según veremos a continuación, se dedican con devoción al rentismo mediante la compra de deuda pública, reducen su provisión de crédito al sector no financiero. Por su parte la banca pública, que era el sostén básico de la financiación empresarial en las décadas anteriores, se encuentra en una situación muy crítica, derivada de la crisis fiscal. Como resultado, el crédito bancario en términos reales concedido al sector privado permanece bajo mínimos durante toda la década, con un

¹⁵⁰ Sobre el rentismo financiero durante los años ochenta se puede consultar Belluzzo y Almeida (2002: 241-272), Bruno (2005), Bruno y Caffé (2006) y Diawara (2006).

¹⁵¹ Cálculos a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*). Se toma el diferencial entre M4 y M1 como aproximación de la riqueza financiera, sobre el PIB, deflactando con el IGP-DI.

¹⁵² El *Plano Collor* bloqueó 35.000 millones de dólares de ahorro financiero privado, lo que hundió el rendimiento financiero acumulado hasta el 14,6%. En septiembre de 1991 los activos comenzaron a ser devueltos en mensualidades.

promedio que supone sólo el 62,8% del crédito concedido en 1979 y que a la altura de 1990 no equivale más que al 38,2% del nivel de aquel año¹⁵³. Consiguientemente, entre 1979 y 1990 las empresas reducen de forma drástica la relación entre su nivel de endeudamiento bancario y su patrimonio: cae desde el 65% al 25% (Belluzzo y Almeida, 2002: 226), mientras su tasa de autofinanciación se eleva considerablemente, hasta situarse por encima del 60%, un nivel muy superior del que registran otros países subdesarrollados (Rodrigues y Melo, 1999: 20 y Moreira y Puga, 2000: 11)¹⁵⁴. Pero esa capacidad financiera interna de las empresas brasileñas es ciertamente precaria, lo cual determina, como sabemos, el retroceso de la inversión privada.

4.4.3. Ascenso económico y político del capital financiero nacional

A diferencia de lo que ocurrirá a partir de los años noventa, las oportunidades de negocio que genera durante estos años el rentismo financiero son aprovechadas casi en exclusiva por los bancos privados brasileños¹⁵⁵. De esta forma, el capital financiero nacional, que mantuvo un papel marginal durante las décadas de industrialización, mejora con rapidez su posición de fuerza en la estructura económica y política del país.

De una parte, los bancos se benefician de la continua escalada de precios y de los elevadísimos tipos de interés, que les permiten obtener mayores ingresos con el mero arbitraje monetario (*floating*). El movimiento de sus recursos les posibilita aprovechar el diferencial que existe entre los intereses cobrados y pagados que se aplican sobre grandes cantidades de dinero, obteniendo importantes beneficios. Además, los bancos son los principales compradores de deuda pública indexada y, por tanto, los que concentran la mayor parte de los beneficios que reportan esos títulos. Por ese motivo, los bancos privados reorientan drásticamente su actividad tras el estallido de la crisis de la duda externa (Belluzzo y Almeida, 2002: 248), de modo que abandonan las operaciones bancarias tradicionales, como la captación de depósitos y la concesión de créditos y también “renuncian” a los denominados ingresos por servicios bancarios (que pasan a prestar de forma gratuita)¹⁵⁶, para centrarse en la intermediación de títulos financieros.

¹⁵³ Promedio anual calculado a partir de datos del BCB (*Boletim, Moeda*) deflactado por el IGP-DI.

¹⁵⁴ Según datos de Moreira y Puga (2000: 11) para un grupo amplio de países “en desarrollo” la tasa de autofinanciación durante los años ochenta es del 38,8%.

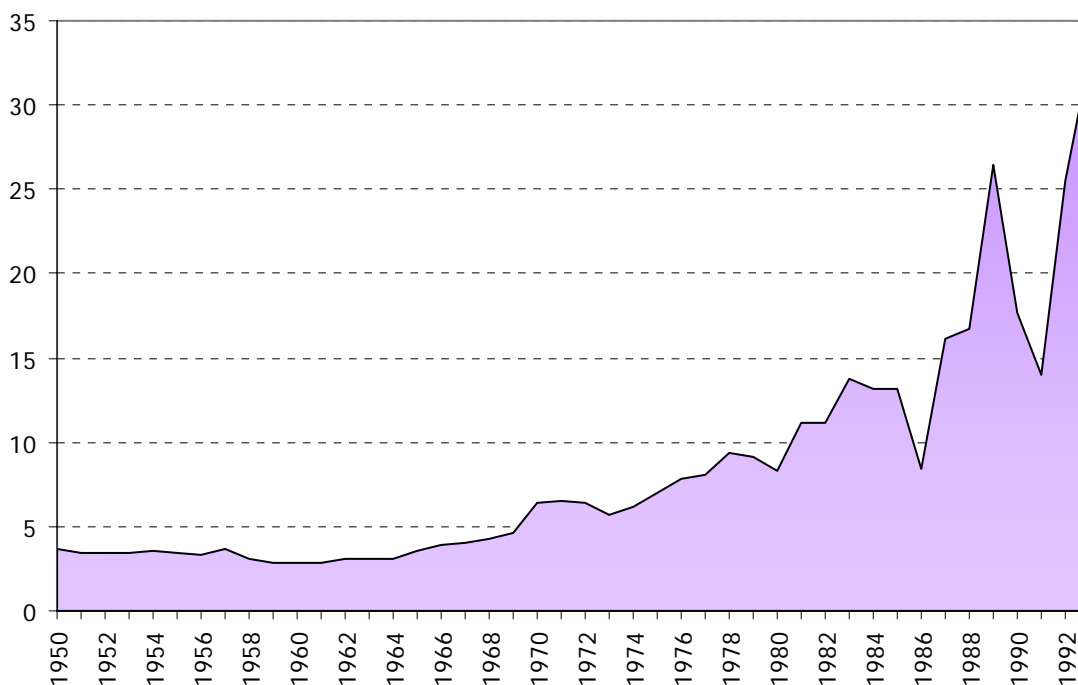
¹⁵⁵ Según veremos en los capítulos 9 y 10, a partir de los años noventa los bancos brasileños comparten sus ingresos rentistas con la banca extranjera que opera en el país, además de con las familias de más renta y con ciertas empresas del sector no financiero.

¹⁵⁶ Dados los suculentos ingresos que obtienen, se dice que realizan “cobro implícito de tarifas”.

En definitiva, la peor recesión de la historia del país se convierte en un fértil caldo de cultivo para el negocio bancario, que durante estos años registra un *boom* espectacular. Según Belluzzo y Almeida (2002: 242-251), ya entre 1981 y 1983, con la actividad productiva desmoronándose, los beneficios bancarios netos en términos reales duplican a los logrados en 1978-1980, el número de oficinas bancarias se incrementa casi un 30% y los títulos públicos comienzan a ganar posiciones en las carteras bancarias, pasando del 2,1% de los activos en 1978 al 15% en 1983.

El auge del negocio bancario continúa a lo largo de toda la década. Consiguientemente, la participación del sector financiero (compuesto casi en su totalidad por bancos) en el PIB alcanza cotas elevadísimas. Tras mantener un peso relativo próximo al 4% entre 1950 y 1973, gana posiciones en la segunda mitad de los setenta (llega al 8,3% en 1980), y lo hace a un ritmo sorprendente durante los años posteriores hasta alcanzar el 25,5% en 1992 (ver gráfico 18). El análisis econométrico comprueba la relación entre la renta apropiada por los bancos y el nivel de inflación, considerando que la deuda indexada a la inflación es el principal vehículo del rentismo financiero (Bruno y Caffé, 2006: 330-332).

Gráfico 18
Participación del sector financiero: 1950-1993
(% del PIB)



Datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).
Participación del sector financiero a precios básicos.

La expansión del negocio bancario es formidable: al final del período la actividad de los bancos supone la cuarta parte del PIB y desde 1979 a 1993 el número de oficinas bancarias instaladas prácticamente se duplica, pasando de unas 9.500 a casi 18.000 según los datos del BCB. Además, esa expansión es estimulada con un tratamiento legal muy favorable. Así, por ejemplo, cuando en 1988 se institucionalizan los bancos múltiples, flexibilizándose con ello la creación de nuevas entidades bancarias, en un sólo año se registran 53 nuevos bancos (Giambiagi *et al.*, 2005: 345).

El hecho de que la expansión y la consolidación del capital financiero nacional se alimenten del rentismo financiero explica cuatro características fundamentales del capital financiero brasileño, que influirán decisivamente en el futuro devenir económico del país. En primer lugar, se conforma como una facción capitalista eminentemente rentista, que sólo se preocupa de desarrollar y perfeccionar las técnicas relacionadas con la obtención de recursos mediante la mera transacción financiera, particularmente vinculadas con la deuda pública. En segundo lugar, como la actividad rentista se basa en la incertidumbre respecto a la evolución futura de las variables monetarias, los bancos brasileños agudizan su habilidad para realizar operaciones de muy corto plazo¹⁵⁷. En tercer lugar, los bancos obtienen niveles de rentabilidad inusualmente elevados respecto a los demás sectores de la economía, lo cual se agudiza en los momentos de crisis económica y fomenta una particular tensión entre la patronal financiera y el empresariado industrial (Minella, 1995 y Boito Jr., 1999). En este período, en el que el capital industrial y comercial no obtiene todavía grandes beneficios del rentismo financiero, la relación es muy conflictiva, si bien esa situación evolucionará en los años posteriores, según se analiza en el capítulo 11¹⁵⁸. Y por último, durante estos años el capital financiero mejora considerablemente su posición política dentro del país, de modo que su ascenso económico se traduce en una importante acumulación de poder político, que se materializa tanto en la participación directa de los empresarios financieros en los órganos de gobierno, como en su efectiva capacidad para influir en los mismos¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Las operaciones con títulos indexados terminan acortando el plazo de todas las aplicaciones financieras. En los primeros años ochenta el plazo de recuperación de los depósitos se reduce de tres a un mes, y desde 1985 un mes es ya el plazo máximo de las aplicaciones financieras y de la mayoría de los contratos de deuda (ANDIMA, 2001: 24-26 y Belluzzo y Almeida 2002: 151).

¹⁵⁸ Las grandes empresas no financieras incrementan muy levemente el peso de las aplicaciones financieras sobre su activo, del 7% al 8,5% entre 1978-80 y 1989 (Belluzzo y Almeida, 2002: 234). Sobre los conflictos de la época entre la facción industrial y financiera del capital brasileño son ilustrativos algunos discursos de la *Confederação Nacional da Indústria*, en Minella (1995: 110-115).

¹⁵⁹ Es paradigmática la "militancia" neoliberal de dos grandes empresarios financieros, Bornhausen del *Unibanco* y Campos del *Bozano Simonsen*, tanto mediante sus propias organizaciones patronales como a través de otros centros de elaboración ideológica, como el *Instituto Liberal* (Minella 1995: 123).

En definitiva, durante estos años los bancos brasileños se consolidan como un potente grupo con capacidad para defender e imponer sus intereses, que son los del rentismo financiero. Tal y como concluye el estudio de Minella (1995: 124), "(...) *la experiencia comprueba que ese empresariado dispone de apreciables instrumentos de poder, recursos financieros y capacidad de organización para actuar en defensa de sus intereses*". La acumulación durante estos años de riqueza e influencia política por parte de los bancos brasileños, les dota de una posición de fuerza muy favorable, que será determinante en la adopción de la estrategia neoliberal que, como veremos en el capítulo 7, comienza a implantarse en los años siguientes.

Capítulo 5

Cambio del contexto internacional: la financiarización

Durante los años ochenta, una “década perdida” para Brasil, la economía mundial registra transformaciones de gran importancia. Así, cuando en los noventa el país vuelve a aplicar una estrategia de crecimiento basada en ahorro externo, el contexto económico internacional es muy distinto al que existía dos décadas atrás. Las novedades más importantes a escala internacional y que afectan más directamente a la economía brasileña conciernen al ámbito financiero, por lo que nos referimos a ellas utilizando el término de “financiarización”. Con él aludimos, de forma genérica, al ascenso de la importancia del capital financiero dentro del funcionamiento económico. En ese sentido, el creciente protagonismo económico y político de la facción financiera del capital y, consiguientemente, su mayor capacidad para imponer sus intereses, instaura lo que denominamos una “lógica financiarizada”. Estas nuevas condiciones modifican la naturaleza del capital extranjero susceptible de acudir a Brasil, así como la forma en la cual la captación de ahorro externo afecta a la dinámica económica del país.

Iniciamos este capítulo definiendo lo que entendemos por financiarización, así como los principales elementos que confluyen en el surgimiento de dicho proceso, mientras el resto del capítulo se dedica a analizar los cambios registrados a partir de los años ochenta en el ámbito financiero y cómo afectan a la dinámica económica. La actividad financiera no sólo se expande vertiginosamente, sino que también altera su composición en términos de mercados, productos y agentes protagonistas. Estos cambios tienen la profundidad suficiente como para afectar a la lógica que rige el funcionamiento económico. En rigor, no podemos caracterizar la lógica financiarizada como novedosa, pues más bien se trata de que algunos rasgos inherentes a la lógica del capital se agudizan de forma extrema. La pulsión constante por mejorar unos niveles de rentabilidad financiera que superan

ampliamente los obtenidos en la actividad productiva, la creciente liquidez de las colocaciones y de los niveles de riesgo asumidos por los agentes, la agudización de la inestabilidad que caracteriza a los mercados financieros y la expansión compulsiva de la lógica financiarizada, definen la naturaleza predominante de los flujos financieros internacionales. La tendencia expansiva del capital financiero, exacerbada en este nuevo contexto, pugna por trascender el ámbito estricto de lo financiero y someter a su lógica al conjunto del funcionamiento económico. Según abordamos en el último apartado, en la mayor parte de las economías desarrolladas y en una parte de las subdesarrolladas, aunque con una intensidad diferente, las empresas del sector no financiero, las familias y los gobiernos actúan sometidos a esa lógica propia del sector financiero. Como resultado, la actividad económica se “financiariza” y da lugar a numerosos problemas que provocan el debilitamiento de la demanda, la ralentización del proceso de acumulación y una reconfiguración social que perjudica a los trabajadores y beneficia al capital, particularmente a su facción financiera.

5.1. La financiarización: concepto y orígenes

La literatura que aborda la nueva naturaleza de las finanzas y su papel dentro del funcionamiento económico es muy amplia. Una primera aproximación permite constatar que la atención recibida por el tema está sobradamente justificada, ya que son múltiples los indicadores que confirman el ascenso de las finanzas a partir de los primeros años ochenta: el valor de la capitalización de las bolsas respecto a la producción se dispara; el volumen de las transacciones financieras crece de forma explosiva, muy por encima de las transacciones comerciales o de la inversión productiva; y las rentas de naturaleza financiera incrementan sustancialmente su proporción dentro de renta nacional.

Más allá de la mera expansión cuantitativa de las variables financieras, existen evidencias de que las finanzas generan transformaciones que modifican la lógica de funcionamiento de agentes y de ámbitos cuyo carácter, en principio, no es financiero. Es el caso, por ejemplo, de las estrategias de las empresas “no financieras”, que se ven crecientemente determinadas por las condiciones de los mercados financieros, así como por sus propias actividades en estos mercados. También es un hecho que el nuevo contexto financiero internacional reduce drásticamente el margen con el que cuenta la mayoría de los Estados para aplicar con autonomía su política económica. Las divisas dejan de ser primordialmente un instrumento al servicio de las transacciones económicas internacionales y se convierten en un activo financiero con dinámica propia. Y los

diferenciales de los tipos de interés y de cambio entre los países se vuelven fundamentales en la determinación, no sólo de los flujos financieros internacionales, sino también de los intercambios comerciales y productivos.

Con el objeto de enfatizar que la nueva naturaleza de las finanzas no se circunscribe a su crecimiento cuantitativo, sino que altera con cierta profundidad la lógica de funcionamiento económico, numerosos autores utilizan el término de “financiarización”¹⁶⁰, aunque no existe una definición precisa que esté ampliamente aceptada. Más bien el término se utiliza para referirse a una variedad de fenómenos conectados entre sí: los cambios registrados en los mercados financieros, el nuevo papel de la inversión y la renta financiera sobre la dinámica macroeconómica, la creciente importancia de los intereses del capital financiero dentro de la gestión empresarial, etcétera.

En nuestro caso, partimos de una caracterización amplia del proceso de financiarización, que incluye los aspectos anteriormente citados como elementos parciales de ésta. Desde esta óptica, Epstein (2005: 3) sostiene que “(...) *financiarización se refiere a la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacional*”. Acorde con esta perspectiva, entendemos la financiarización como un aumento de la importancia del capital financiero que se traduce en el creciente protagonismo económico y político de los agentes que lo representan y, por tanto, en el incremento de su capacidad para imponer sus intereses. Este ascenso origina la expansión y transformación de los espacios en los cuales el capital financiero se valoriza (los mercados financieros), así como en la configuración de una nueva lógica, que denominamos financiarizada, que se impone al grueso de los ámbitos de la actividad y de las relaciones económicas¹⁶¹.

El conjunto de los factores que originan el proceso de financiarización está relacionado con un punto de inflexión fundamental en la historia del capitalismo: la denominada crisis del *fordismo*¹⁶². A grandes rasgos, y obviando discrepancias menores, muchos estudios sobre el tema coinciden en señalar la ralentización del crecimiento de la productividad en

¹⁶⁰ Parece que los pioneros en utilizar el término dándole este sentido son Magdoff y Sweezy (1972: 13-16).

¹⁶¹ Nos inhibimos respecto a si la financiarización es una novedad inédita en el capitalismo o, si como sugiere cierta literatura (Hobson, 1902; Hilferding, 1910; Lenin, 1916), es un rasgo recurrente. En todo caso, planteamos que es un proceso que afecta de modo crucial al contexto económico actual, no que defina una fase en sí. Coincidimos así con la idea de Stockhammer (2007:5) de que la financiarización no basta para caracterizar el funcionamiento macroeconómico; es un elemento importante, pero no el único importante.

¹⁶² Sobre la crisis de los años setenta se puede consultar Mandel (1972), Palazuelos (1990), Shaikh (1990 y 2000) y Arrizabalo (1997).

la OCDE a finales de los años sesenta, derivada tanto del agotamiento tecnológico como de la pérdida de eficacia de los métodos *fordistas* de organización del trabajo y la escalada de conflictos sociales en torno a la distribución del ingreso, como el factor explicativo clave de la crisis. No obstante, aunque los consiguientes problemas de rentabilidad ya son patentes en esos años, no es hasta los primeros años setenta cuando la crisis se explicita en toda su magnitud.

Durante esos años proliferan síntomas que evidencian la insostenibilidad de la dinámica de crecimiento que se había mantenido durante las décadas precedentes en los países de la OCDE. Desde los últimos años sesenta, la rentabilidad de las empresas comienza a caer; el crecimiento industrial se desacelera; el desempleo y la inflación van siendo más altos; el comercio internacional frena su crecimiento; en la primavera de 1970 se suceden crisis bursátiles en varios países; y, tras persistentes tensiones monetarias y la devaluación de varias monedas, desaparece el Sistema Monetario Internacional (SMI) establecido en Bretton Woods. En ese contexto, ante las consecuencias del alza de los precios del petróleo y otras materias primas, además de la exacerbada competencia que existe en el comercio internacional, se produce la quiebra definitiva del engranaje *fordista*, lo que genera una ralentización del crecimiento muy acusada y que se prolonga en los años setenta y ochenta.

En el transcurso de la crisis surgen elementos que propiciarán el ascenso del capital financiero. En primer lugar, el deterioro de la rentabilidad obtenida en la actividad productiva estimula la búsqueda de negocios alternativos, lo cual impulsa la expansión del ámbito financiero. Dicha búsqueda también es alimentada por la liquidez puesta en circulación por los países petroleros, cuyos ingresos se disparan al compás de las subidas en el precio del crudo. Al mismo tiempo, otros factores estimulan el desarrollo de los mercados financieros internacionales, tales como: la necesidad de financiación de los crecientes déficit públicos y por cuenta corriente que registra la mayoría de los países desarrollados; las nuevas estrategias financieras de las grandes empresas inmersas en procesos de internacionalización; la desorganización en los mercados de materias primas; y el desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación¹⁶³. También es crucial para dicho desarrollo el hecho de que, tras el colapso del SMI de Bretton Woods, el valor relativo de las monedas pase a fijarse en el propio mercado. Por último, son fundamentales los cambios sociales y políticos que alteran la correlación de fuerzas en los países desarrollados deteriorando la capacidad reivindicativa de los trabajadores. Como

¹⁶³ Algunos autores señalan también el envejecimiento de la población en países desarrollados, porque estimula tanto el incremento de la tasa de ahorro como su patrimonialización financiera. Destacan Aglietta

consecuencia de todo ello, ante la necesidad de reestablecer la rentabilidad y las dificultades para hacerlo en el ámbito productivo, se comienza a aplicar el denominado “programa neoliberal”, que termina de sentar las bases de la financiarización.

De forma esquemática, puede decirse que la aplicación de las medidas neoliberales – salida contingente y política que se da a la crisis ante el agotamiento del “pacto keynesiano”–, es clave en la génesis de la financiarización¹⁶⁴. El mismo programa neoliberal, que propicia y consolida la supremacía del capital financiero, expresa su disposición a imponer una agenda favorable para sus intereses (Palley 2007: 16-17)¹⁶⁵. O bien, como expresan Duménil y Lévy (2005: 40) *“el neoliberalismo es la expresión de la nueva hegemonía de las finanzas”*.

El programa neoliberal, que comienza a aplicarse en los países desarrollados en los primeros años ochenta, parte del supuesto de que sólo un mercado financiero “libre” puede recuperar la inversión y el crecimiento. Esta concepción deriva en el establecimiento de un nuevo marco macroeconómico donde el mercado y los intereses del capital financiero ganan importancia frente al Estado y al capital industrial. Las medidas neoliberales que de forma más directa impulsan la financiarización se concentran en el mercado de trabajo y el sistema financiero. Por un lado, se rompen los compromisos laborales adquiridos en la posguerra: las condiciones de trabajo se precarizan, los salarios directos se congelan o ralentizan mucho su crecimiento y se deterioran o liquidan los componentes indirectos del salario. En palabras de Boyer (1998: 26) *“el gobierno pasa de defender el salario (...) a defender a la empresa”*.

En el ámbito financiero el programa neoliberal configura lo que Aglietta denomina la “economía de los sistemas financieros liberalizados”, que sustituyendo al “régimen de endeudamiento administrado” keynesiano, ensancha los espacios financieros regidos por la lógica del mercado y ocasiona una recomposición de la correlación de fuerzas entre las distintas facciones capitalistas. El nuevo contexto privilegia los intereses de accionistas y prestamistas, por lo que algunos autores lo han denominado la “dictadura de los acreedores” (Orléan, 1999). Entre las medidas aplicadas destacan: *i)* la reorientación de

(1998, 2001a y 2001b), Orléan (1999) y Martínez González-Tablas (2007).

¹⁶⁴ Consultar Palazuelos (1998), Chesnais (2001), Plihon (2004), Crotty (2005 y 2007), Duménil y Lévy (2005), Onaran (2005a), Stockhammer (2007), Palley (2007) y Martínez González-Tablas (2007).

¹⁶⁵ Según Stockhammer (2007: 5-6) la financiarización es un subproducto del neoliberalismo, y por tanto, un resultado político. Crotty (2000) ilustra mecanismos concretos mediante los cuales el capital financiero aumenta su influencia política y consigue que se adopten medidas favorables a sus intereses. Abrena *et al.* (2007) obtienen una fuerte correlación econométrica entre la liberalización financiera, el debilitamiento sindical y los beneficios del capital financiero.

la política monetaria, con el objetivo de garantizar la rentabilidad financiera promoviendo el control de la inflación a la vez que se mantienen tipos de interés elevados en términos reales¹⁶⁶; *ii*) la apertura financiera, que permite la desconexión entre ahorro e inversión nacional y estimula los movimientos del capital a escala mundial; *iii*) la liberalización de los sistemas financieros nacionales, que acaba con la regulación de los precios financieros básicos y facilita esos movimientos internacionales, de modo que primero los tipos de cambio, y luego los tipos de interés, dejan de ser administrados por el poder político; *iv*) la desregulación del sistema financiero, que incluye la privatización de bancos públicos y la supresión de las fronteras entre los mercados monetario, financiero, divisas, etcétera; *v*) y, por último, la financiación de los déficit públicos a través de los mercados financieros, con lo se acentúa la supeditación de la política presupuestaria (ingresos y gastos) de los gobiernos al dictado de los mercados financieros, incluyendo la aplicación de incentivos fiscales que estimulan la patrimonialización financiera del ahorro privado.

5.2. Expansión y transformación del negocio financiero

5.2.1. Auge del negocio financiero

Como resultado de los procesos descritos en el apartado anterior, a lo largo de las tres últimas décadas el ámbito financiero registra una expansión colosal. Tras un primer impulso durante la década de los setenta, en los años ochenta las transacciones financieras internacionales comienzan a expandirse de forma acelerada. Los flujos de capital privado entre países crecen muy por encima de la actividad económica, pasando de suponer el 7,4% en 1985 al 27,6% del PIB en 2005 (Bustelo, 2007), como consecuencia de un doble proceso. Por una parte, los mercados financieros nacionales se internacionalizan, debido a que desaparecen las restricciones que limitan la entrada de inversores extranjeros y la emisión por parte de agentes nacionales de activos financieros en los mercados internacionales. Y, por otra parte, estos mercados internacionales se expanden a un ritmo trepidante, tanto el de crédito, como el de títulos (de deuda y acciones) y los de otros instrumentos financieros que analizamos a continuación. Por ejemplo, los préstamos bancarios internacionales netos pasan del 12,3% al 33,5% del PIB mundial entre 1986 y 2004, y las emisiones netas internacionales de títulos (acciones y bonos) crecen del 2% al 4,9%¹⁶⁷.

¹⁶⁶ Se inaugura con la subida de tipos de interés de EEUU en 1979, el denominado “golpe de Estado de las finanzas”.

¹⁶⁷ También se incrementa sustancialmente la proporción de activos extranjeros dentro de las carteras financieras de los hogares de los principales países desarrollados (Bustelo 2007: 21-23).

La expansión del negocio financiero es tremenda, tanto en cifras absolutas como con respecto a la evolución de la dinámica productiva y comercial, lo cual es muy significativo. Para comprender el alcance de esa magnitud, hay que señalar que una parte considerable de la riqueza acumulada por las familias, en particular el grueso del patrimonio de las grandes fortunas, salvo una pequeña parte invertida en activos físicos (inmuebles, tierra, obras de arte, o metales preciosos) se haya colocada en los mercados financieros. Y lo mismo sucede con una notable proporción de los flujos de ahorro, tanto de las familias como de las empresas y de los gobiernos, invertidos en esos mercados financieros.

Hay que considerar, por ejemplo, que entre 1986 y 2004 el PIB mundial se multiplica por tres y las exportaciones de bienes y servicios por cinco, mientras que el crecimiento de los mercados financieros es muy superior: el intercambio medio de divisas se multiplica por nueve, las emisiones internacionales de títulos por siete, los préstamos bancarios internacionales en términos netos por ocho, y el mercado de productos derivados (contando sólo los bursátiles) por noventa y ocho (Bustelo, 2007). La expansión del negocio financiero a un ritmo que sobrepasa con creces el crecimiento de la actividad productiva puede aproximarse mediante múltiples indicadores, que en definitiva recogen el incremento bien de los activos bien de los ingresos financieros con respecto a los de naturaleza no financiera (Martínez González-Tablas, 2007: 285-290). Por ejemplo, entre 1980 y 2001 la capitalización bursátil sobre el PIB pasa del 50% al 152% en EEUU, sube del 8% al 103% en Francia y del 9% al 61% en Alemania (Aglietta y Rebériux, 2004: 16). Por su parte, los beneficios obtenidos por las empresas financieras sobre los del sector no financiero saltan desde aproximadamente el 15% en la década de los cincuenta a casi el 50% en 2001 (Crotty, 2005: 85).

5.2.2. Transformación de la actividad financiera: productos y mercados

La formidable expansión del ámbito financiero se acompaña de su profunda reestructuración, referida tanto a los productos que se emplean como a los mercados donde se intercambian¹⁶⁸.

Por una parte, los mercados internacionales de capital alteran su composición, a la par que sus productos se complejizan. Los títulos de deuda emitidos por gobiernos y grandes empresas, así como los créditos, se incrementan notablemente en términos absolutos y

¹⁶⁸ Se puede consultar Palazuelos (1998: 100-128), Martínez González-Tablas y Medialdea (2001), Martínez González-Tablas (2007: 305-306), Álvarez Peralta (2007), Vilariño (2008) y Palazuelos y Vara (2008).

siguen siendo los activos más importantes, pero pierden algo de peso a favor de las acciones, que aun así, mantienen una presencia reducida. El auge del mercado internacional de crédito se acompaña de una complejización paulatina de los productos negociados. En particular, tras la crisis de la deuda externa de principios de los años ochenta los bancos occidentales comienzan a diseñar fórmulas para reducir el riesgo asociado a la concesión de créditos. Dicha estrategia se traduce en la generalización de los créditos sindicados (concedidos por un *pool* de bancos, con uno que ejerce de líder) y la utilización masiva de *swaps* (intercambios de activos), que sentarán las bases para el surgimiento de la titularización de los créditos. Esta titularización consiste en la conversión de un crédito en bonos (referidos al valor de dicho crédito) que se pueden negociar en el mercado conforme a las expectativas de cobro que ofrece el deudor. Los bancos comienzan a utilizarlos como instrumento de cobertura de riesgo y también como medio para obtener beneficios financieros. Posteriormente la titularización se extiende a otros instrumentos, como los bonos públicos y los emitidos por las empresas. De ese modo, surgen y proliferan los denominados "productos estructurados", que se componen a partir de titularizaciones de diversos activos financieros. Se trata de productos cada vez más complejos que añaden una creciente opacidad al funcionamiento de los mercados de capitales tradicionales.

Igual que sucede con los productos estructurados, las fuerzas que impulsan la expansión del negocio financiero propician el surgimiento de otros nuevos activos, con lo que se desarrollan nuevos mercados financieros cuya dimensión e influencia termina sobrepasando a la de los mercados de capitales tradicionales. Los dos casos más destacados corresponden a las divisas y los derivados: originariamente eran instrumentos funcionales a la intermediación financiera, pero a partir de los años ochenta se convierten en activos financieros capaces de rendir beneficios muy superiores a los que se obtienen en los propios mercados financieros tradicionales.

Con respecto al mercado de divisas, el colapso del SMI y el posterior escenario de tipos de cambio flexibles y muy volátiles abren la posibilidad de obtener rendimientos elevados y rápidos mediante la mera compra y venta de moneda. De ese modo, las divisas se convierten en un activo financiero muy atractivo cuyo mercado registra, consiguientemente, un espectacular crecimiento: el volumen diario de transacciones de divisas con respecto al valor de las exportaciones mundiales se multiplica por cinco entre 1980 y 2004 y casi por cuatro con respecto al valor de las reservas mundiales (Bustelo, 2007: 21)¹⁶⁹. Esta enorme dimensión excede con mucho las necesidades derivadas de los

¹⁶⁹ Según cálculos de Álvarez Peralta (2007: 24) en 2004 el valor de las divisas negociadas en un día es 15

intercambios productivos y comerciales, lo cual indica que el mercado de divisas opera con una dinámica propia, fundamentalmente especulativa.

Un proceso similar explica el auge de los mercados de derivados. Estos productos funcionan como un seguro que cubre a los activos del inversor (créditos, bonos, acciones) frente al riesgo asociado a la inestabilidad de las variables financieras básicas (precios, tipos de interés, tipos de cambio e índices bursátiles). Sin embargo, dado que permiten apostar sobre la evolución futura de esas variables, y en un contexto de gran incertidumbre sobre su evolución, se convierten en un instrumento idóneo para la especulación, sobre todo en los períodos de mayor inestabilidad de dichas variables. Así, el grueso de las emisiones y negociaciones de derivados no responde a las compras de inversores interesados en proteger un activo concreto frente a posibles contingencias financieras, sino al objetivo exclusivo de obtener ganancia con tal operación. Este componente especulativo explica el explosivo crecimiento del mercado de derivados a partir de los años noventa: el valor de los derivados (bursátiles y extrabursátiles) pasa de suponer el 33,3% del PIB mundial en 1991 al 800% en 2005 (Bustelo 2007: 26).

5.2.3. Transformación del ámbito financiero: agentes

Paralelamente, se modifican cuáles son los agentes que intercambian esos productos y que intervienen en esos mercados. En primer término, los bancos comerciales experimentan cambios importantes en la medida en que buena parte de la captación y movilización del ahorro se traslada directamente a los mercados financieros¹⁷⁰.

De esa manera, se difuminan los límites entre los mercados de dinero y de capital, a la vez que los bancos modifican su naturaleza y funcionamiento. Ya no son los receptores prioritarios del ahorro, porque se multiplican las alternativas para su colocación, y en muchos países van dejando de ser la fuente de financiación fundamental para las grandes empresas, que recurren crecientemente a los mercados de capital. Por ese motivo, ante la pérdida de una parte de su negocio, los bancos reorientan su actividad, siendo los anglosajones los que mejor se adaptan: lanzan nuevos productos (como las titularizaciones de crédito), participan directamente en la negociación de activos financieros, utilizan la ingeniería financiera, amplían sus funciones de asesoramiento

veces mayor al PIB mundial, 60 veces las importaciones mundiales diarias, y 800 veces los flujos de inversión extranjera directa que se efectúan en un día.

¹⁷⁰ Este tránsito se denomina “desintermediación financiera”, por eso algunos autores acuñan el término de “finanzas de mercado”. La literatura especializada identifica una dicotomía entre sistemas financieros intermediados y de mercado, siendo el máximo exponente de estos últimos los anglosajones.

sobre actividades financieras y reestructuraciones empresariales, y adquieren un papel crucial como “creadores de mercado” (*market makers*). Además, los bancos son quienes proporcionan el grueso del crédito concedido para adquirir activos financieros.

De ese modo, en gran medida, se van disolviendo las fronteras que distinguían las funciones entre la banca comercial y la de inversión, dando lugar a lo que se denomina “hibridación” entre bancos y finanzas de mercado (Martínez González-Tables, 2007: 303). Según los países, los bancos de inversión como segmento específico, o bien los bancos comerciales de mayor tamaño a través de sus departamentos especializados, son el origen de casi todas las novedades que han caracterizado a la innovación financiera y su posición se ha fortalecido gracias a que cuentan con información privilegiada sobre las empresas a las que asesoran, para las que colocan productos (acciones, bonos, titularizaciones, derivados) en los mercados, y a las que financian en múltiples operaciones. Esta posición les aporta suculentos ingresos por comisiones y a la vez les permite obtener beneficios a través de la realización de operaciones propias de compra-venta de activos disponiendo de esa información ventajosa. Igualmente, la creciente debilidad de los sistemas de regulación y supervisión bancaria y financiera facilita notoriamente sus actividades, a la vez que determina un incremento sustancial del riesgo con que funcionan las finanzas. En ese contexto, la incertidumbre alimenta la realización de múltiples operaciones financieras, cuyo resultado es una incertidumbre aún mayor y que se expande por todo el sistema.

Uno de los elementos que estimula la reorientación de la actividad bancaria es la presencia, en parte rival, de un nuevo tipo de agente financiero: los inversores institucionales. Los gestores profesionales de ahorro colectivo, sobre todo los fondos de inversión, los fondos de pensiones y las compañías de seguros, emergen como nuevos protagonistas de los mercados financieros¹⁷¹. Según la OCDE, los activos financieros que gestionan pasan del 34,4% del PIB en 1981 al 137,8% en 2004 (Álvarez Peralta, 2007: 28-29). Por tanto, el volumen de los recursos que manejan es colosal, sobre todo en los países anglosajones: en 2004 alcanza el 209,3% del PIB de Gran Bretaña y el 182,9% en EEUU (ibídem). No obstante, una parte considerable de los fondos de inversión han sido promovidos y están controlados por bancos comerciales o de inversión, lo mismo que sucede con algunos fondos de pensiones y compañías de seguros.

¹⁷¹ Sobre el auge de los inversores institucionales se puede consultar Aglietta (1998), Jeffers y Plihon (2001), Plihon (2004), Crotty (2005) y Álvarez Peralta (2007).

El nuevo protagonismo de los inversores institucionales estimula la financiarización. Por el lado de los hogares, la profesionalización de la gestión del ahorro se presenta como la minimización del riesgo para el pequeño ahorrador, por lo que alimenta la patrimonialización financiera y la compra de activos más arriesgados. Por el lado de las empresas, aquellas que registran una fuerte presencia de inversores institucionales modifican su estructura de la propiedad: aunque formalmente se dispersa en pequeños ahorradores, el control efectivo de las empresas se concentra en un reducido número de gestores profesionales que ejercen una influencia extraordinaria. Es así porque manejan un gran volumen de recursos, existe una elevada competencia entre ellos y desarrollan distintas estrategias de diversificación de carteras y asunción de riesgos.

El caso extremo de asunción de riesgos elevados lo representan los denominados “fondos de cobertura” (*hedge funds*), que se especializan en colocaciones muy arriesgadas y, por tanto, muy rentables¹⁷². Además, esas operaciones son efectuadas con elevadísimos grados de apalancamiento y en la mayoría de los países no están sujetas a ningún tipo de normativa regulatoria. Por ese motivo, en ocasiones obtienen ganancias estratosféricas y otras veces sufren fracasos financieros estrepitosos, que provocan importantes efectos desestabilizadores que exceden a sus propios suscriptores, debido sobre todo al elevado endeudamiento en que incurren para realizar sus operaciones¹⁷³. Por último, cobra también una creciente importancia la pléyade de agentes financieros que contribuyen a complejizar y oscurecer el funcionamiento de los mercados financieros. Es el caso de los *brokers*, *traders* y demás intermediarios, así como de las agencias calificadoras de riesgo. Estas últimas pasan a ocupar un lugar central en la evolución de unos mercados cada vez más complejos y opacos, en los cuales la evaluación del riesgo es a la vez difícil y necesaria. El mercado de calificación está dominado por tres empresas (*Standard & Poors*, *Moody's* y *Fitch*), que influyen de forma determinante en la toma de decisiones de los demás agentes financieros, sobre todo en lo que se refiere a los activos más arriesgados.

¹⁷² Para ello toman posiciones en empresas de mala calidad crediticia; apuestan sobre la evolución futura de variables macroeconómicas; combinan compras y ventas a diferentes plazos con bonos y *swaps*; se dedican al arbitraje con derivados y/o divisas; compran activos “emergentes”; etcétera.

¹⁷³ Destaca el papel de este tipo de agentes como desencadenante de las crisis de divisas europeas en 1992, las del sudeste asiático en 1997 y la rusa de 1998.

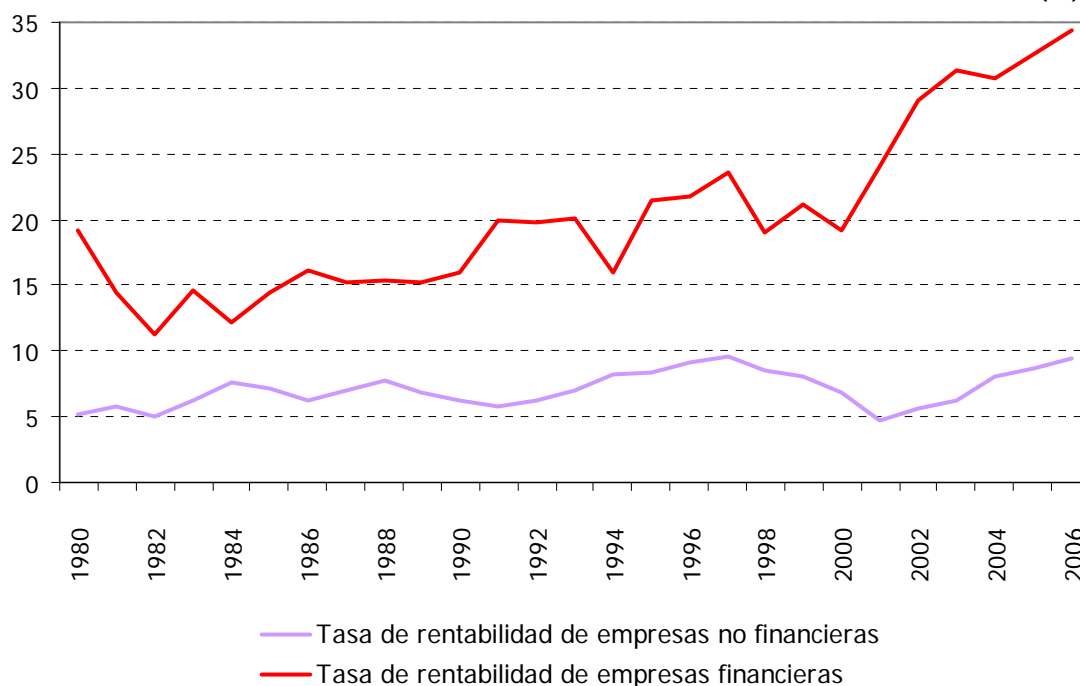
5.3. Una nueva lógica de funcionamiento financiero

5.3.1. Principales rasgos

La fortísima expansión que registran los mercados financieros, unida a la transformación de sus productos y de sus agentes, resultan en la agudización extrema de los rasgos que caracterizan el funcionamiento del capital financiero.

a) Búsqueda continua de elevados niveles de rentabilidad financiera. Son numerosos los estudios empíricos que confirman el espectacular crecimiento de la rentabilidad financiera, tanto de los beneficios sobre el capital invertido por parte de las empresas del sector financiero, como de la rentabilidad que obtienen todo tipo de empresas mediante actividades financieras. Además de que las cifras absolutas son muy altas, lo característico es que las operaciones financieras proporcionan tasas de rentabilidad muy superiores a las que el capital logra mediante inversiones conectadas directamente con la actividad productiva. Queda nítidamente recogido para el caso de EEUU en el gráfico 19.

Gráfico 19
Tasa de rentabilidad de empresas financieras
y no financieras en EEUU: 1980-2006
(%)



Elaboración propia a partir de *USA Department of Commerce* y *BEA (National Economic Accounts)*.
La tasa de rentabilidad se obtiene como cociente entre los beneficios de las empresas y su stock neto de capital fijo.

La rentabilidad de las empresas financieras se incrementa de forma creciente desde los primeros años ochenta hasta la actualidad, ensanchando su diferencial con respecto a la rentabilidad obtenida por las empresas no financieras. Este diferencial pasa de un promedio de 8 a 12 puntos porcentuales entre las décadas de los ochenta y los noventa, y se dispara a partir del año 2000, superando los 20 puntos porcentuales. Los cálculos de Duménil y Lévy (2005: 37-39) confirman esta misma evolución¹⁷⁴. Consiguientemente, el valor neto de las empresas financieras respecto a los no financieras se dispara, duplicándose del 15% al 30%, entre 1960 y 1999 (ibídem).

b) Pulsión apremiante por reducir el plazo en el cual se realizan los beneficios.

Este impulso persistente conlleva la creación de colocaciones cada vez más líquidas. La elevada liquidez de los mercados permite una capacidad de arbitraje que, usando las palabras de Orléan (1999), otorga a las finanzas su "poder". La liquidez, que "(...) expresa la voluntad de autonomía y dominación de las finanzas" (ibid.: 49), convierte la posibilidad de apostar sobre la variación de los precios financieros en algo automático, alimentando hasta el paroxismo el componente especulativo de las operaciones. De ahí la creciente tensión entre el denominado "valor fundamental" y el "valor especulativo" de los títulos, es decir, entre lo que sería la función productiva y lo que es la función financiera (especulativa) del ahorro, que la lógica financiarizada resuelve a favor de esta segunda: según se dispara la rotación de activos financieros se expande el negocio financiero y se quiebra el compromiso entre el propietario del título y la actividad que en principio financia. En ese sentido, los mercados de acciones son paradigmáticos. Por ejemplo, en EEUU durante los años noventa los nuevos propietarios han acortado el período que mantienen las acciones en sus carteras de 7 años a 9 meses (Chesnais y Plihon, 2003: 83). El *annual stock turnover rate* de la bolsa de Nueva York, que mide la relación entre el valor de las ventas realizadas y la capitalización, pasa de mantenerse estable en torno al 20% en los años sesenta y setenta a incrementarse vertiginosamente en las dos décadas posteriores: a finales de los ochenta las ventas suponen casi un 80% y al término de la década de los noventa sobrepasan el 100% (Crotty, 2005: 92).

c) Asunción de riesgos crecientes. La pretensión de mejorar continuamente la rentabilidad, a la vez que la posibilidad de hacer y deshacer rápidamente sus posiciones, lleva a los agentes a asumir niveles cada vez más elevados de riesgo. En un contexto de gran complejidad y opacidad en los mercados y de elevada volatilidad de las variables financieras, el incremento del riesgo convierte en cruciales los mecanismos y convenciones establecidos para su evaluación. Los mercados financieros ofrecen una

¹⁷⁴ Estos autores incorporan las pérdidas y ganancias de capital en sus cálculos de beneficios financieros.

fórmula para gestionar el riesgo asociado a toda operación financiera: su descomposición y mercantilización. La centralidad del riesgo en el nuevo contexto financiero explica muchos de los cambios sucedidos en cuanto a los instrumentos y los agentes, tanto porque el riesgo es mayor como porque en sí mismo se convierte en objeto de transacción. Explica también la expansión de los productos derivados y la mayor importancia de las agencias calificadoras. Sin embargo, otros elementos contribuyen a realimentar la asunción de mayores riesgos por parte de todos los agentes, bien por las propias deficiencias de los mecanismos utilizados para evaluar el riesgo (unos, como los derivados se convierten en objetos de especulación; otros, como las agencias calificadoras, entran en conflictos de intereses) o bien por la imposibilidad efectiva de cuantificar el riesgo asociado a cada instrumento debido a su opacidad.

d) Inestabilidad intrínseca de los mercados financieros. Esos mercados, que manejan una cantidad descomunal de recursos que se colocan en productos de naturaleza cada vez más compleja y opaca, generan condiciones muy favorables para el desarrollo de comportamientos miméticos e irracionales. En un contexto con grandes riesgos y carente de mecanismos eficaces para su cuantificación precisa, donde al mismo tiempo abundan las posibilidades de realizar movimientos repentinos, es lógico que muchos agentes tiendan a adoptar ciertas convenciones y comportamientos seguidistas hacia quienes consideran los operadores de referencia. Como consecuencia, se exageran las imperfecciones inherentes a los mercados financieros, derivadas en su mayor parte de los problemas de asimetría de información¹⁷⁵. Además, las interdependencias entre los distintos segmentos financieros y entre los mercados financieros nacionales agudizan esa inestabilidad. El comportamiento "ciclotímico" de los flujos financieros internacionales, la capacidad de un *shock* externo que tenga efectos demoledores en cualquier sistema financiero, y la intensidad con la que estos efectos se "contagian", son exponentes de dicha inestabilidad. Esas condiciones, propias de la lógica financiera, proporcionan los requisitos básicos para que se produzcan episodios recurrentes de crisis de origen financiero, ya sea en países desarrollados o en los denominados "emergentes", que acaban generando efectos a escala internacional de mayor o menor intensidad¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Recomendamos Olivé (2004: 51-57), García Fernández-Muro (2002: 140-148) y Mishkin (2001).

¹⁷⁶ Destacan la crisis de la deuda externa en 1982; el *crash* bursátil en Nueva York en octubre de 1987; las crisis bancaria, bursátil, e inmobiliaria en Japón en 1990; a continuación las crisis cambiarias y bancarias europeas; la crisis mexicana de 1994; la del sudeste asiático, iniciada en el verano de 1997; la posterior quiebra del *Hedge Fund Long Term Capital Management*; la crisis rusa en agosto de 1998; la crisis cambiaria brasileña al inicio de 1999; la crisis argentina y el *crash* de las tecnológicas en 2000; y por último, la crisis inmobiliaria, bancaria y bursátil, que estalla en 2007 en EEUU y se generaliza a escala mundial en 2008.

5.3.2. Vocación expansiva y predominio del capital financiero

La suma de los rasgos mencionados hace que se acentúe extraordinariamente la expansión financiera, creándose una dinámica tendente a autorreproducir ese movimiento expansivo, a eludir los controles de los gobiernos nacionales y a funcionar de forma relativamente autónoma a lo que acontece en la esfera de la economía real, e incluso a imponerse sobre ésta, como veremos en el próximo apartado. Cabría decir que el negocio financiero se hace “bulímico”, es decir, desarrolla un apetito insaciable que busca de forma compulsiva la máxima rentabilidad en el menor plazo posible, tratando de eludir cualquier restricción normativa y funcionando en un contexto que estimula la asunción de riesgos crecientes. Es así como crece el volumen de recursos que ingresa en el circuito financiero, el tipo de nuevos productos financieros, la utilización de monedas (en las que se nominan los activos financieros, o como objeto de negociación) y comienzan a tener atractivo los activos financieros emitidos en países hasta el momento excluidos de los mercados internacionales, tema que se aborda en el próximo capítulo.

Unos elementos tienden a fomentar otros de forma que todo ello se autorreproduce: la misma inestabilidad que caracteriza a los mercados financieros abre posibilidades de negocio porque permite apostar sobre la evolución de las variables financieras básicas y sobre el hipotético comportamiento de los participantes en los mercados. La negociación financiera encuentra así una formidable vía de expansión, alimentándose a sí misma, a la par que se incrementan los incentivos de rentabilidad, liquidez y riesgo en los que se desarrolla dicha negociación.

Simultáneamente, el capital financiero trata de eludir cualquier tipo de regulación pública que pretenda restringir su margen de movimiento. La opacidad y el ingenio puestos al servicio de burlar toda pretensión reguladora adoptan su máxima expresión en el comportamiento de agentes como los *hedge funds* (y por extensión, de los agentes que colocan en ellos sus recursos), el surgimiento de algunos productos cada vez más sofisticados y opacos, así como la existencia de los paraísos fiscales. En definitiva, la resistencia del capital financiero a que se limite su margen de maniobra y su capacidad para lograrlo, contribuye a seguir impulsando la ingeniería financiera, la conexión entre los distintos mercados, la penetración en nuevos países y los demás aspectos que caracterizan su vocación expansiva.

En esa medida, la propia lógica con que funcionan los mercados financieros impone sus criterios a otros mercados que se prestan a ser objeto de transacciones de similar

carácter y a reportar ganancias financieras. Es el caso de los inmuebles y de bienes primarios que se cotizan en los mercados de futuros, como ciertos alimentos, recursos energéticos y algunos metales (Toussaint y Millet, 2008). Y, por otro lado, las exigencias impuestas por los mercados financieros hacen que ciertos títulos de deuda emitidos por los gobiernos o por las empresas se sometan a condiciones que cada vez se alejan más de lo que eran sus necesidades originarias, esto es, financiar los gastos presupuestarios y las inversiones productivas, respectivamente. Como resultado, se origina un doble proceso que a primera vista pudiera parecer contradictorio.

De una parte, se registra una autonomía creciente del capital financiero con respecto a la dinámica económica. Este proceso, a modo de “ensimismamiento” financiero, supone que la aplicación y obtención de beneficios en los mercados financieros alcanza una cierta independencia con relación a la actividad productiva. Las finanzas dejan de ejercer un papel funcional, al servicio de la inversión productiva, y adquieren una función sustantiva, convirtiéndose en una actividad final. Un ejemplo paradigmático de la creciente autonomía del capital financiero es el enorme crecimiento, netamente especulativo, de los mercados de derivados y de divisas. Sin embargo, esa autonomía del capital financiero sólo se mantiene durante determinados períodos de tiempo, ya que indefectiblemente, ese despegue de las condiciones productivas acaba con el estallido recurrente de las burbujas especulativas. De ese modo, las crisis financieras evidencian que la valoración de mercado de los activos financieros es irreal y que, tomándola como soporte, los inversores financieros habían incurrido en unas deudas a las que después no pueden responder. Entonces, los valores y los beneficios se desvanecen como si de humo se tratara, lo cual permite constatar que su naturaleza era, en cierta medida, ficticia (Husson 2008a y 2008b; y Álvarez Peralta y Medialdea, 2009).

Por otra parte, de forma simultánea, el funcionamiento financiero se impone al conjunto de los restantes ámbitos de la economía: el capital financiero influye de forma creciente en la actividad económica general. Como dijimos, las finanzas diluyen el ejercicio de su función principal, de intermediación entre el ahorro y la inversión productiva. Pero no porque pasen a ejercer un papel neutral o indiferente sino, al contrario, porque alteran sustancialmente el funcionamiento global de la economía y lo supeditan a sus propios intereses. Nos referimos así a la “financiarización de la actividad económica”, que determina una transformación muy importante de las economías a las que afecta.

5.4. La financiarización de la actividad económica

Esa transformación se extiende a la inversión de las empresas, el consumo de las familias y la actividad de los gobiernos.

5.4.1. Estrategias empresariales: primacía de la soberanía accionarial

La financiarización altera las estrategias de las empresas no financieras porque modifica tanto los objetivos de los propietarios del capital como su capacidad para imponerlos¹⁷⁷. La empresa pasa a ser entendida como una cartera de inversiones constituida por activos divisibles y líquidos que son continuamente reorganizados de forma que cada unidad maximice el valor de mercado de las acciones. Los agentes financieros despliegan todos los mecanismos disponibles con el fin de obtener la máxima rentabilidad y satisfacer así sus propias exigencias y las de sus clientes. Pero las exigencias son ilimitadas: una rentabilidad del 20% es insuficiente si es posible obtener siquiera una centésima superior. Esta presión, que los accionistas ejercen sobre sus gestores financieros, es transferida a su vez a las empresas no financieras, mediante la extensión de nuevos métodos de valoración de la gestión empresarial (como el EVA, el MVA o el ROE)¹⁷⁸, las fórmulas que vinculan la remuneración de los gestores con la evolución bursátil de sus acciones (como las *stock options*)¹⁷⁹ y los “castigos” que se imponen mediante el denominado mercado de control (Orléan 1999; y Aglietta y Rebériux 2004). Así, los gestores de las empresas asumen la maximización del valor accionarial como objetivo prioritario, bien por la presión de los propietarios (accionistas), bien porque ellos mismos son accionistas y pretenden aumentar su paquete de participación, bien porque la elevación de sus remuneraciones está asociada a esos mismos objetivos (Crotty 2005: 88 y 91-94; y Palley 2007: 14). Es lo que la literatura especializada denomina “soberanía accionarial”¹⁸⁰.

Como resultado, las estrategias empresariales adoptan lo que se denomina *corporate governance*¹⁸¹, una serie de medidas orientadas a maximizar el valor de mercado de las acciones mediante el recorte del capital empleado: fusiones y adquisiciones, externalizaciones, subcontrataciones, despidos masivos, concentración de la actividad en los segmentos más rentables, abandono de la diversificación productiva, simplificación de

¹⁷⁷ Froud *et al.* (2001: 272-279) sistematizan una amplia gama de trabajos que relacionan el poder de los accionistas sobre la gestión empresarial y las distintas acepciones de financiarización.

¹⁷⁸ Siglas en inglés de *Economic Value Added*, *Market Value Added* y *Return On Equity*.

¹⁷⁹ La retribución por *stock options*, o con derechos de compra sobre acciones, pasa de constituir el 22% de los ingresos de los *top* 100 directivos estadounidenses en 1979 al 63% entre 1995 y 1999 (Crotty 2005: 93).

¹⁸⁰ Sobre el discurso de la “soberanía accionarial”, ver Froud *et al.* (2000) y Aglietta y Reberieux (2004).

¹⁸¹ Recomendamos Lazonick y O’Sullivan (2000), Froud *et al.* (2000 y 2001), Williams (2000), Crotty (2005), Cioffi y Höpner (2006), Álvarez Peralta (2007) y Álvarez Peralta y Medialdea (2008).

la estructura organizativa, etcétera¹⁸². La reducción del capital social es también la consigna de la nueva estrategia financiera; se eleva el rendimiento de las acciones recurriendo al endeudamiento para comprar y, con ello, reducir los fondos propios¹⁸³. Dicho apalancamiento se utiliza con varios propósitos: en unos casos para comprar acciones propias tratando de incrementar su valor y satisfacer las exigencias de rendimiento financiero, o bien para evitar que esas acciones sean adquiridas por una corporación rival y pueda lanzar una opción de compra hostil; y en otras ocasiones el apalancamiento se realiza para acometer nuevas inversiones financieras rentables a corto plazo. En síntesis, se transita de una estrategia empresarial basada en "*retain and reinvest*" a otra de "*downsize and distribute*" (Lazonick y O´Sullivan, 2000).

De esta forma, la relación entre las empresas no financieras y el ámbito financiero se modifica. Por un lado, los recursos empresariales que fluyen hacia los mercados financieros se incrementan. Varios estudios estiman este drenaje constatando su crecimiento desde los años ochenta y diferenciando una primera fase en la que la transferencia se realiza fundamentalmente mediante el pago de intereses y una segunda, en los noventa, en la que predomina el pago de dividendos (Crotty, 2005: 95-100 y Duménil y Lévy, 2005: 25-29). Orhangazi (2007) calcula el total de los pagos financieros sobre el beneficio de las grandes corporaciones estadounidenses: la proporción se mantiene en torno al 40% entre 1950 y finales de los años setenta y se eleva posteriormente hasta el 100% a partir de los primeros noventa. Por su parte, Crotty (2005: 95-100) plantea que el mercado de acciones también alimenta este drenaje, debido a que las empresas compran más acciones de las que emiten¹⁸⁴.

Paralelamente se registra un segundo proceso: dado que la rentabilidad financiera supera ampliamente a la obtenida en el ámbito productivo, las empresas que están en condiciones de hacerlo entran en el negocio financiero y obtienen de él cada vez más ingresos. Este fenómeno supone la reorientación parcial de la actividad de muchas empresas y el desvío de una parte de los recursos que podrían destinar a nuevas inversiones productivas. Este es otro rasgo fundamental de la supeditación empresarial al funcionamiento financiero¹⁸⁵. Las evidencias empíricas son contundentes. Según Crotty

¹⁸² Otros factores, además de la financiarización, confluyen en la proliferación de estas medidas.

¹⁸³ *Leveraged buy outs, managements buy outs y share buy backs*, son las prácticas financieras más utilizadas.

¹⁸⁴ Que la bolsa absorbe recursos empresariales en lugar de proporcionarlos se confirma con otros estudios: Serfati (2003), Palley (2007: 15-16) y Stockhammer (2007). Hay que considerar, no obstante, que aunque las empresas compran acciones propias, también compran acciones de otras empresas que les rinden dividendos y plusvalías, por lo que el efecto neto de ese "drenaje" tendría que ser estimado.

¹⁸⁵ Autores como Crotty y Husson defienden que es este fenómeno, más que la "punción" o "drenaje", lo que caracteriza la "financiarización empresarial".

(2005: 104-106), en Estados Unidos el peso relativo de los activos financieros sobre los físicos en los balances de las empresas no financieras crece muy lentamente hasta 1984 y se dispara desde entonces hasta la actualidad, pasando del 40% al 100%¹⁸⁶. Orhangazi (2007: 8-9 y 44) obtiene resultados similares sobre la financiarización del activo y mide su magnitud también en términos de ingresos: el peso de los ingresos financieros sobre los fondos propios pasa de un nivel inferior al 30% a en torno al 50% en el mismo período.

La creciente participación de las empresas “no financieras” en el negocio financiero hace que se difumine la delimitación entre el capital productivo y el financiero, lo que afecta directamente a la dinámica económica porque altera las decisiones sobre la inversión empresarial. Así, se comprueba que para el conjunto del tejido productivo existe una relación negativa entre el grado de financiarización de las empresas y sus gastos de inversión¹⁸⁷. Es por lo que algunos autores, como Krippner (2005:174) definen la financiarización como un *“modelo de acumulación en el cual los beneficios surgen fundamentalmente a través de vía financiera, más que mediante la producción o el comercio de mercancías”*. Esto contribuiría a explicar que el comportamiento de la tasa de rentabilidad, y más en particular, su recuperación a partir de mediados de los años ochenta, no se traduzca en una activación de la dinámica inversora¹⁸⁸.

5.4.2. Consumo privado: patrimonialización financiera vs. deterioro laboral

Hay una infinidad de estudios sobre el papel de las familias y el proceso de financiarización que relacionan la patrimonialización financiera de los hogares con el aumento del consumo gracias al “efecto riqueza” que proporcionan las rentas financieras y a las mayores posibilidades de endeudamiento bancario¹⁸⁹. Con frecuencia, esos estudios incurren en exageraciones, bien porque asocian como perceptores de esas rentas financieras al conjunto de la población, bien porque ignoran las consecuencias de ese endeudamiento masivo, o bien porque vienen a celebrar un proceso en el que los salarios apenas crecen pero el incremento de la rentabilidad financiera podría tener un efecto neto positivo sobre el consumo familiar que lo compensara¹⁹⁰.

¹⁸⁶ Ver también Stockhammer (2004), Krippner (2005), Clévenot y Mazier (2005) y Orhangazi (2007).

¹⁸⁷ Consultar Orhangazi (2007), Stockhammer (2007), Palley (2007), Husson (2008a) y Hein (2008).

¹⁸⁸ El caso estadounidense en los años noventa es una excepción muy significativa, que se explica por factores no generalizables ni, según se constata a partir de 2008, sostenibles en el tiempo. Por su parte, la inédita desconexión entre la rentabilidad y la dinámica inversora en los países desarrollados es analizada en varios trabajos. Husson (2008a y 2008c) lo comprueba para la “triada”, Clévenot y Mazier (2005) para Francia, Krippner (2005) para EEUU y Stockhammer (2007) para Europa.

¹⁸⁹ El planteamiento se puede encontrar en Aglietta (1998 y 2004), Dutt (2006) y Bhaduri, *et al* (2006).

¹⁹⁰ El consumo familiar se independizaría así de los salarios, lo que convertiría a muchas familias trabajadoras en “capitalistas”. Es el supuesto “advenimiento de la propiedad social del capital” (Aglietta, 1998: 41).

Otros trabajos introducen matices que ayudan a enfocar mejor la relación entre las variables mencionadas. Según Plihon (2004), si bien la proporción de familias accionistas se ha incrementado, pasando entre 1989 y 2001 de un 13,9% a un 29,8% en Francia y de un 31,6% a un 43,3% en EEUU, evidentemente, esas proporciones distan de indicar que el consumo de los trabajadores dependa de la evolución bursátil: en Francia sólo un 2,7% de la bolsa de París se encuentra en manos de familias trabajadoras. Froud *et al.* (2001: 282-284) concentran su análisis en EEUU y Reino Unido, donde el grado de patrimonialización financiera familiar es más elevado, y concluyen que los efectos riqueza derivados sólo amplían el consumo de forma sostenida en los quintiles de renta más elevada. Además, la dimensión anglosajona del proceso no parece extrapolable a otras economías: como señala Stockhammer (2007: 8-12), el efecto riqueza tiene un alcance más moderado en el viejo continente, donde de hecho el consumo privado dista de haberse convertido en un componente dinámico de la demanda¹⁹¹.

Por tanto, no tiene sentido identificar de forma homogénea al conjunto de la población con la percepción de rentas financieras, sino que éstas se concentran sobre todo en los estratos de rentas más altos, incorporando a otros segmentos sociales pero en proporciones decrecientes. Y lo mismo sucede con la capacidad de consumo, ya que ésta depende en primer lugar de las rentas obtenidas y, en segundo lugar, de las posibilidades de endeudamiento que avalan esas rentas. De ese modo, quienes reciben más rentas pueden obtener más créditos que utilizan para consumir más y para invertir en activos financieros estableciéndose una interrelación creciente entre esas variables. También las capas medias y segmentos de asalariados pueden obtener más créditos a partir de sus rentas (regulares y financieras), e incluso familias con ingresos precarios tienen oportunidad de aumentar el consumo a través de préstamos bancarios a bajos tipos de interés con los que pueden tener un consumo superior a sus reducidos salarios.

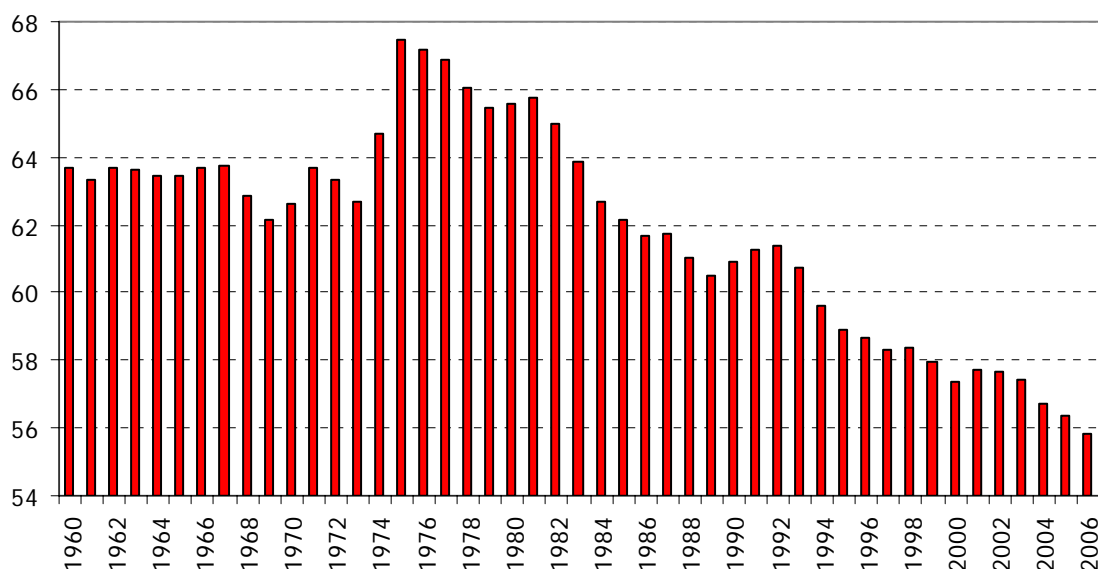
Sin embargo, esa espiral de endeudamiento se frena conforme los tipos de interés tienden a elevarse al cabo de los años. Y, peor aún, esa espiral quiebra cuando estallan las burbujas financieras que sostenían la facilidad para endeudarse. En ese momento, quienes tienen patrimonios financieros (de distinta magnitud), ven como éste se reduce porque sus activos valen mucho menos que antes y todos cuantos se han endeudado deben afrontar sus deudas (ésas no menguan, ni desaparecen) en peores condiciones que antes. En esas nuevas condiciones el consumo se desacelera y muestra de forma nítida las bases financiarizadas en las que se había basado su anterior dinamismo.

¹⁹¹ Según Stockhammer (2007: 10-11) desde 1980 hasta los primeros años del siglo XX la participación del consumo privado sobre la renta en la UE-15 desciende 4 puntos porcentuales.

En suma, el efecto expansivo de la patrimonialización financiera sobre el consumo de la mayoría de las familias es limitado en tres sentidos: socialmente afecta principalmente a los grupos de mayores rentas; espacialmente se concreta sobre todo en determinados países; y temporalmente, porque no puede prolongarse *ad infinitum*, sino que concluye cuando estallan las crisis financieras que además originan una situación bastante problemática debido al fuerte endeudamiento generado.

Cuando eso ocurre se descubre lo que era una evidencia durante el propio proceso: la gran mayoría de los trabajadores no mejoran sus ingresos cuando la economía crece desde bases financiarizadas, y en determinados segmentos los salarios caen¹⁹². Por eso algunos autores identifican el salario como variable de ajuste de la financiarización¹⁹³. El retroceso de los salarios en el reparto de la renta nacional en las últimas décadas es evidente. Según recoge el gráfico 20, en los países de la OCDE el proceso ha sido fulminante: entre 1975 y 2000 la masa salarial pierde diez puntos porcentuales de participación en el PIB, descendiendo del 67,5% al 57,4%. En los últimos años la masa salarial continúa retrocediendo, por lo que en 2006 ya representa el 55,8% del PIB.

Gráfico 20
Participación de la masa salarial en la OCDE
(% del PIB)



Datos de AMECO.

Compensación por empleado como porcentaje del PIB por empleado a precios de mercado.

¹⁹² Los análisis sobre el retroceso salarial en países desarrollados son abundantes. Recomendamos Husson (2008a y 2008c) para Francia y EEUU; Boyer (1998, 2000 y 2001), Álvarez Peralta y Medialdea (2005) y Stockhammer (2007) para los países europeos; y Álvarez Peralta y Buendía (2009) para EEUU.

¹⁹³ Sobre la naturaleza salarial del ajuste durante los años noventa recomendamos Sanabria (2007: 36-38 y 2009: 38-39 y 44-48).

Además, el retroceso relativo de los ingresos de la mayor parte de los trabajadores es más intenso de lo que indica la evolución de la participación salarial en el PIB, debido a que durante estos años también se agudiza la polarización dentro de éstos. Tomando como evidencia el caso estadounidense, los datos muestran que, aunque la evolución de los salarios agregados parece contradecir la tendencia de retroceso laboral, los cálculos de Dew-Becker y Gordon (2005: 76) sí confirman esa tendencia cuando se excluyen los salarios del quintil superior de población. En ese caso, los datos ratifican que ha existido un retroceso salarial en la renta equivalente al europeo¹⁹⁴.

En definitiva, la pauta distributiva asociada a la lógica financiarizada impone un retroceso muy notable y generalizado de la masa salarial en la renta nacional, y por tanto, del elemento que determina en primera instancia la capacidad de compra de la mayoría de la población. Las familias trabajadoras que han podido incrementar su consumo más allá de sus salarios lo han hecho incurriendo en deudas cuya calidad queda de manifiesto cuando estallan crisis financieras. Y otro tanto sucede con estratos sociales intermedios, poseedores de pequeñas cantidades de activos financieros que les sirven para endeudarse en una escala mayor.

5.4.3. El Estado: impulsor y víctima de la financiarización

Aunque recibe menos atención, el Estado juega un papel crucial en la dinámica económica financiarizada, tanto porque la actividad presupuestaria de los gobiernos (ingresos y gastos) se ve sometida a los imperativos de los mercados financieros, como porque el Estado ejerce una función central en la generación de las condiciones que hacen emerger y consolidan la financiarización.

Este segundo aspecto, que por lo general se plantea de forma implícita, resulta de gran importancia. Por ello encontramos muy acertado el enfoque de Palley (2007: 11-19), según el cual la financiarización altera la dinámica económica mediante el funcionamiento de los mercados financieros, el comportamiento de las empresas no financieras y la política económica. Este autor señala explícitamente que el mecanismo estatal (la política económica) es particularmente importante, debido a que incide sobre los otros dos, retroalimentando así la financiarización.

¹⁹⁴ Según sus cálculos, la parte de la renta de la que se apropia el 1% de población con mayores ingresos salariales pasa del 4,4% al 8% entre 1980 y 2005, mientras que el quintil superior escala del 3,6% al 5,3%.

En efecto, según planteamos en el apartado 5.1, el Estado juega un papel central en las transformaciones del ámbito financiero que devienen en la financiarización de la actividad económica. Además de ser el creador directo de algunos activos y mercados, es quien promueve y aplica el programa neoliberal. Procesos como la liberalización y la apertura financiera de las economías, la instauración de un régimen monetario favorable al capital financiero, la privatización de bancos, la aplicación de una fiscalidad y una legislación que estimulan la financiarización del ahorro y el deterioro de las coberturas sociales públicas, como los sistemas de pensiones, que son básicos en la génesis de la financiarización; todos ellos son producto directo de la intervención (o de la inhibición) estatal.

Simultáneamente, esos elementos favorables a la financiarización que los gobiernos promueven, restringen su propia capacidad de actuación, gestándose una elevada dependencia con respecto a los mercados financieros. Esto se debe, en primer lugar, a que esos mercados se convierten en una fuente de financiación importante para ellos. Además, el volumen y las condiciones de la financiación que recibe el sector privado también dependen en gran medida de la actuación estatal.

Y en segundo lugar, porque los mercados financieros, o más bien el capital en ellos invertido, imponen restricciones que afectan de forma crucial a la política económica¹⁹⁵. El grado de desequilibrio de las cuentas públicas es uno de los parámetros básicos que esos mercados valoran como indicador de la “confianza” que les ofrece una economía, por lo que se convierte en una preocupación central para los gobiernos. Así, la política presupuestaria queda sometida a estrictas limitaciones para que los gobiernos efectúen los gastos que requieren las necesidades económicas y sociales en cada país, y también para que apliquen los sistemas de impuestos que crean más convenientes. Al contrario, sin esa autonomía, los gobiernos establecen sus medidas conforme a criterios dictados por los intereses financieros. De ese modo, además, la política fiscal deja de ejercer su papel anticíclico y funciona, *de facto*, cíclicamente, y esas rigurosas limitaciones se combinan con la aplicación de reglas monetarias no menos estrictas al servicio de la estabilidad de precios. La gestión monetaria ya no busca un equilibrio entre inflación y desempleo que garantice el crecimiento, sino que se somete a la sanción que imponen los mercados financieros¹⁹⁶. Como colofón, cabría decir que, tal vez, el caso extremo de cesión de soberanía a favor de la lógica impuesta por las finanzas es la inexistencia, en el grueso de los países del mundo, de una política cambiaria mínimamente efectiva. Si bien explicar esta cuestión requiere un análisis que excede los propósitos de este capítulo.

¹⁹⁵ Consultar Boyer (1998), Plihon (2004) y Palley (2007).

¹⁹⁶ El exponente máximo de la pérdida de soberanía monetaria es la independencia de los bancos centrales.

5.4.4. La dinámica de la actividad económica financiarizada y sus resultados

Los comportamientos de las empresas, las familias y los gobiernos, supeditados a la lógica de la financiarización, interaccionan y modifican la dinámica económica de los países, de manera que el conjunto de las actividades económicas se somete a los criterios impuestos por los mercados financieros¹⁹⁷. Así entendida¹⁹⁸, la financiarización de la economía es un proceso que se origina en los países anglosajones y se extiende, con intensidad variable, al resto de países desarrollados y a ciertos países subdesarrollados que también sucumben a ese funcionamiento, con las particularidades que se abordan en el capítulo 6.

La financiarización genera una serie de obstáculos que perjudican la expansión de los componentes fundamentales de la demanda: la creciente participación de empresas no financieras en el negocio financiero desvía recursos empresariales de los proyectos de inversión; el incremento del patrimonio financiero de ciertas familias, y en general el mayor acceso al endeudamiento, no permite un crecimiento generalizado y/o sostenido en el tiempo del consumo privado; por último, el margen de maniobra estatal para acometer gastos es muy estrecho.

La pauta distributiva asociada a las medidas neoliberales ya es de por sí regresiva, pero se ve adicionalmente alimentada por dos frentes: las estrategias empresariales financiarizadas utilizan el salario y las condiciones laborales como variable de ajuste¹⁹⁹, mientras que la política económica al servicio del capital financiero perjudica especialmente a las familias de menores ingresos. Como consecuencia, la distribución de la renta se polariza: las familias con mayor patrimonio e ingresos mejoran su posición en el reparto de la renta nacional, y las familias trabajadoras la empeoran.

En definitiva, la financiarización de la actividad económica resulta en una profunda recomposición social a favor de la facción financiera del capital. Por un lado, según se abordaba en el apartado 5.4.3., se registra un notable retroceso de la capacidad

¹⁹⁷ Planteamientos que también conectan las distintas dimensiones de la financiarización de la actividad económica se encuentran en Bruno (2005 y 2007a) y Stockhammer (2007). También es interesante, aunque no lo compartimos, el enfoque de Boyer (2000).

¹⁹⁸ Algunos autores reservan el concepto de financiarización para referirse a este fenómeno. También hay otros que comparten esta perspectiva pero no utilizan el término de financiarización: los más próximos a la escuela de la regulación prefieren "capitalismo patrimonial", Boyer acuña "régimen de acumulación dirigido por las finanzas" y Stockhammer utiliza indistintamente "financiarización" y "régimen de acumulación dominado por las finanzas".

¹⁹⁹ Lo cual no quiere decir que no haya otros factores importantes que confluyen en el retroceso salarial registrado en este período.

económica y política del trabajo frente a la del capital. Simultáneamente, se produce una recomposición interna dentro de las facciones que componen la clase capitalista, a favor de su componente financiera. Los estudios que analizan la distribución de los ingresos capitalistas lo confirman. Por ejemplo, Palley (2007: 6-11) comprueba cómo en EEUU, además de un avance de los ingresos capitalistas frente a los del trabajo, se produce también un notable avance del capital financiero frente al industrial. La evolución de los intereses frente a la de los beneficios empresariales, o el ensanchamiento de la diferencia entre los beneficios de empresas financieras y no financieras, corroboran este fenómeno²⁰⁰. También destaca el estudio empírico de Abrena *et al.* (2003) sobre la evolución de la renta financiera sobre el PNB²⁰¹. Incluyendo tanto los beneficios obtenidos por las empresas financieras, como los intereses que obtiene el sector privado no financiero, los resultados son clarísimos: aunque existe cierta variedad nacional, la tendencia general es de un importante aumento de la renta financiera. En suma, tanto el retroceso económico y político de los trabajadores frente al capital, como la hegemonía de la facción financiera dentro de éste, son rasgos definitorios de la dinámica económica financiarizada. Como explica Martínez González-Tables (2007: 337): *"(...) como cualquier capital que se precie de ejercer su función, la financiarización favorece la creación de excedente a costa del trabajo, pero en el reparto de excedente privilegia al capital ficticio a costa del capital productivo, distorsionando el funcionamiento del SEC [Sistema Económico Capitalista] e, indirectamente, perjudicando al trabajo"*.

Según abordamos en el resto de la Tesis, a partir de los años noventa la financiarización condiciona de forma crucial el devenir económico de Brasil. Por un lado, porque provoca que los agentes protagonistas del negocio financiero internacional consideren la posibilidad de comprar activos financieros emitidos en países como Brasil, lo cual le abre la posibilidad de volver a captar ahorro externo. Además, la naturaleza del capital extranjero al que el país puede acceder viene determinada por los rasgos que en este nuevo contexto caracterizan el funcionamiento de los mercados financieros internacionales. En tercer lugar, también influye sobre la forma en que el recurso al ahorro externo incidirá en esta ocasión sobre la dinámica económica nacional. Tratamos estas cuestiones en los capítulos siguientes.

²⁰⁰ Análisis empíricos similares en Duménil y Lévy (2000 y 2004) y Crotty (2005).

²⁰¹ Este trabajo abarca una muestra de 29 países de la OCDE con datos para 1960-2000. También aporta reflexiones metodológicas interesantes sobre lo que denominan renta financiera o ingreso rentista.

Capítulo 6

La expansión de la financiarización hacia países subdesarrollados: los “mercados emergentes”

La expansión hacia el mundo subdesarrollado de los rasgos más característicos del proceso analizado en el capítulo anterior se produce cuando un número creciente de inversores comienza a considerar la inclusión de activos financieros de algunos de estos países en sus carteras. Ese hecho crea las condiciones para que en los años noventa Brasil pueda volver a ensayar una estrategia de crecimiento basada en la captación de capital extranjero.

El inicio del proceso tiene lugar con el replanteamiento que hacen el FMI y los bancos occidentales del problema de la deuda externa: los países endeudados sólo lograrán devolver sus deudas si crecen, y para ello, necesitan contar con ahorro externo. Para conseguirlo tendrán que aplicar una serie de medidas favorables a los intereses de la comunidad financiera internacional, que genéricamente recibe el nombre de “estrategia de crecimiento basado en ahorro externo para mercados emergentes”. Los países que, como Brasil, aplican las consignas *fondomonetaristas*, ya sea mediante la intervención directa de la institución o sin ella, y que efectivamente logran atraer un volumen significativo de capital extranjero, pasan a tener un vínculo particular con los mercados financieros internacionales. De esta forma, este capítulo analiza cómo la dinámica económica de los denominados “países emergentes” adquiere los rasgos de la financiarización, pero con las particularidades que determinan sus características de economías subdesarrolladas.

6.1. Expansión hacia nuevos espacios geográficos: una mirada selectiva

Como se ha mostrado en el capítulo anterior, la primacía del capital financiero agudiza la pulsión intrínseca del capital hacia su expansión internacional, a la par que amplía sus posibilidades.

Por una parte, la escasa rentabilidad que obtienen las inversiones en el ámbito productivo y la existencia de grandes cantidades de dinero líquido (temeroso de la desvalorización que provoca la inflación) fomentan el incremento de las inversiones en los mercados financieros, tanto en los países desarrollados como en ciertos subdesarrollados. Además, dicha expansión se ve alimentada por el proceso de financiarización, de modo que cuanto más crecen los mercados internacionales más se facilita la emisión y la compra de activos financieros de países con sistemas financieros poco desarrollados. Recíprocamente, la naturaleza transnacional de un número creciente de inversores financieros y las mayores facilidades que tienen para operar a escala mundial estimulan la expansión internacional de esos mercados. Por último, el continuo esfuerzo por mejorar la rentabilidad, junto con la disposición a asumir mayores riesgos y la gran liquidez de los mercados, incentivan la adopción de estrategias de diversificación de cartera que incluyen segmentos de muy alto riesgo y con una rentabilidad potencial bastante alta, como es el caso de ciertos activos financieros emitidos por algunos países con poca presencia en los mercados internacionales (Feldstein, 2002: 3).

Entre finales de los años ochenta y los primeros noventa se añaden nuevos factores que intensifican la tendencia expansiva del capital financiero y la orientación hacia “fuera del mundo desarrollado”. El *crash* en la bolsa de Nueva York en octubre de 1987 y la grave crisis bancaria que se desencadenó posteriormente en EEUU, el estallido en 1990 de la crisis bursátil e inmobiliaria en Japón, y la sucesión de crisis cambiarias y de problemas en los bancos de los países europeos en los primeros años noventa, limitan las posibilidades de obtener rentabilidad financiera en estos mercados, en los que operan de forma mayoritaria los bancos y los inversores institucionales occidentales. Surge así la urgencia por encontrar opciones alternativas a las habituales para lograr esa rentabilidad, por lo que se modifica sustancialmente la perspectiva desde la cual los inversores financieros valoran el potencial de un conjunto de países subdesarrollados. Aunque sus títulos ofrezcan menos garantías porque la solvencia de los agentes que los emiten es en muchos casos dudosa, sin embargo, la gran liquidez que existe a escala internacional y la disposición a asumir niveles crecientes de riesgo hacen que estos activos financieros adquieran un especial atractivo.

Este nuevo interés de los grandes inversores financieros internacionales por incluir en sus carteras activos procedentes de países no desarrollados les induce a aplicar una mirada selectiva sobre el extenso número de países que componen el mundo subdesarrollado. Aunque todos ellos presentan la necesidad estructural de contar con ahorro externo, la mayoría no puede captarlo en el mercado internacional, debido a que sólo unos pocos pueden ofrecer las combinaciones de rentabilidad y riesgo que demandan las estrategias de diversificación de los inversores.

En primer lugar, los países considerados han de tener un tamaño mínimo que permita suponer que sus mercados poseen un cierto potencial de crecimiento (en particular los financieros, pero no exclusivamente). En ese sentido, uno de los factores clave que discrimina a esos países es la existencia de grandes empresas estatales que, aun teniendo problemas de eficiencia y financieros, controlan mercados de gran tamaño y son potencialmente rentables. No en vano, como veremos en el caso de Brasil, buena parte del capital extranjero que se dirige a países subdesarrollados durante la década de los noventa lo hace para participar en los procesos de privatización, particularmente en sectores con gran potencial de crecimiento como los servicios básicos y las infraestructuras, lo cual alienta la expansión de sus mercados bursátiles.

Otro elemento que discrimina la elección de países por parte del capital financiero es el grado de desarrollo, aunque sea incipiente, de sus mercados financieros. Se valora la existencia de mecanismos que favorezcan la obtención de elevados márgenes para las operaciones de intermediación financiera que desarrollaron algunos países subdesarrollados tras superar las crisis fiscales y los desórdenes monetarios y financieros que padecieron en los años ochenta. Igualmente, la magnitud de las deudas públicas acumuladas (tanto internas como externas) y la necesidad estructural de estos Estados de recurrir al endeudamiento, dan lugar a mercados de títulos públicos de dimensiones significativas.

Por tanto, a pesar de contar con posiciones financieras poco sólidas, al comenzar la década de los años noventa ciertos países no desarrollados de tamaño mediano y grande ofrecen una alta rentabilidad potencial aceptando como contrapartida un nivel de riesgo también elevado. La existencia de esas condiciones convierte a un reducido grupo de países subdesarrollados en receptores de flujos financieros externos y pasan a ocupar un lugar muy destacado en las estrategias de los inversores financieros internacionales²⁰².

²⁰² Aunque los elementos comunes dentro de los emergentes son relevantes, hay especificidades importantes que obviamos. Con seguridad nuestra caracterización es más adecuada para las particularidades de las

6.2. El surgimiento de los “mercados emergentes”

El término de “mercados emergentes” se acuña para referirse al pequeño grupo de países subdesarrollados que cumplen las condiciones para convertirse en receptores significativos de capital extranjero²⁰³. La literatura especializada reconoce que fue Antoine W. Van Agtmael, fundador, presidente y jefe de inversiones de la oficina de Washington de la empresa *Emerging Market Manager*, el primero en utilizar ese calificativo. Significativamente, esa empresa, fundada en 1987, fue creada por seis antiguos miembros del Banco Mundial (BM)²⁰⁴. A partir de los primeros años noventa el interés por los emergentes se generaliza, convirtiéndose en lugar común la idea de que son el nuevo “Dorado” de las finanzas internacionales. En palabras de Stiglitz (2002: 132) *“En este período la atención internacional se centró en los nuevos mercados emergentes, del Este asiático a América Latina, y de Rusia a la India. (...) Los banqueros internacionales y los políticos confiaban en que era el amanecer de una nueva era”*.

6.2.1. El discurso: captar ahorro externo para crecer

Durante esos años diversas instituciones, públicas y privadas, comienzan a difundir un discurso específico referido a estos países. Se elaboran índices y publicaciones que prescriben lo que deben hacer para recibir capital internacional y la estrategia inversora más conveniente para trabajar con activos emergentes. El proceso de difusión del término y del discurso asociado corre a cargo del entramado de instituciones que representan los intereses de la comunidad financiera internacional. En ese sentido, destaca el papel de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI), en particular los trabajos realizados por el FMI y por los organismos del BM, así como las publicaciones del Banco de Pagos Internacionales (BPI). A ellas se une el sinfín de altavoces a disposición de los gobiernos occidentales, a través de sus bancos centrales y de los organismos responsables de economía y de relaciones exteriores; de las empresas financieras, entre las que sobresalen *Goldman Sachs* y *JP Morgan* y las agencias calificadoras; de la prensa financiera; y por último, de numerosos centros académicos (Santiso, 2003: 111-134).

emergentes latinoamericanas que para las asiáticas, africanas o las denominadas “economías en transición”.

²⁰³ No existe un criterio único que delimite a los emergentes. El BM utiliza uno doble, de ingreso y capitalización sobre el PNB. El FMI en su *Global Financial Stability Report* (GFSR) clasifica como emergentes a 26 economías, pero su *International Capital Department* genera indicadores para un grupo de emergentes distinto. El BPI en algunas publicaciones identifica emergentes con todos los países subdesarrollados, y en otras se adhiere al criterio del GFSR. Nosotros usamos esta última.

²⁰⁴ El mismo Agtmael, uno de los primeros inversores profesionales atento a las oportunidades de negocio en países subdesarrollados, fue jefe de división en el BM y subdirector del *Capital Markets Department* (Santiso, 2003: 230).

Las mismas instancias que “fabrican” el concepto de “emergente”, cohesionan y difunden también un discurso específico sobre esos países²⁰⁵. Desde el lanzamiento del Plan Baker en 1985 las IFI elaboran un nuevo enfoque sobre la problemática de los países subdesarrollados, ligada a una nueva concepción del problema de su deuda externa²⁰⁶. Éste deja de considerarse un problema exclusivo de liquidez y pasa a tratarse como una cuestión de solvencia, de la cual se deriva que el crecimiento es la única forma de que los países endeudados puedan hacer frente a sus pagos. De esta forma, el crecimiento pasa a ocupar el centro del discurso y su logro se vincula de forma casi automática con la captación de ahorro externo.

Este planteamiento se basa en la idea de que debe existir plena movilidad del capital (a través de la liberalización absoluta) para que fluya hacia los países donde es escaso, de modo que así se favorece su crecimiento. De esa forma, se dan por supuestos varios aspectos: que cualquier entrada de capital es ventajosa para el país receptor, que cualquier capital siempre promueve el crecimiento y que el país receptor debe adaptarse a los requisitos que exija el capital exterior. Conforme a ello, la entrada de capital exterior a través de los mercados financieros es el modo en que se potencian las posibilidades de crecimiento del país subdesarrollado: ya no los intereses genéricos del capital extranjero, sino los intereses concretos de los inversores financieros internacionales, confluyen con las posibilidades de crecimiento de los países. El correlato lógico de la argumentación es que los países con problemas de crecimiento pero con capacidad de proporcionar colocaciones financieras atractivas deben, “por su bien”, hacer uso de esa capacidad.

6.2.2. El primer paso: de países endeudados a “emergentes”. El Plan Brady

El primer síntoma de que los agentes que protagonizan la financiarización adoptan este nuevo discurso sobre los mercados emergentes es el cambio de estrategia de los bancos occidentales con respecto al problema de la deuda externa. Durante estos años los países subdesarrollados susceptibles de atraer capital financiero internacional se encuentran inmersos en graves problemas de endeudamiento. Por tanto, la nueva mirada hacia el mundo subdesarrollado provoca un giro en la estrategia de gestión de la deuda externa de dichos países, cuyo anuncio oficial se produce en 1989, con el lanzamiento del Plan

²⁰⁵ Sobre el discurso para emergentes recomendamos Pieper y Taylor (1998), Bacchetta y Wincoop (1998), Bordo *et al.* (1998), Akyüz y Cornford (1999), Carvalho (2000a), Feldstein (2002), Prates (2002), Stiglitz (2002 y 2004), Felix (2003), Santiso (2003), Bresser-Pereira (2003a y 2005), Eichengreen *et al.* (2005) y Toussaint (2006). También son interesantes ciertos discursos de directivos del FMI, como Camdessus (1995).

²⁰⁶ Sobre el Plan Baker se puede consultar Roddick (1990: 99-101); y Aglietta y Moatti (2002: 95-97).

Brady, que prevé cierta reducción de la deuda y su conversión en bonos negociables²⁰⁷.

Por un lado, aunque supone una pérdida en el valor de sus activos, los bancos son favorables al Plan porque están muy interesados en completar sus carteras con nuevos activos financieros (los bonos Brady). Además, constatan que, según el esquema de financiación y pagos vigente hasta entonces, es inviable la recuperación íntegra de la deuda (Roddik, 1990: 197). Según se acerca a su fin la década de los ochenta proliferan las moratorias unilaterales por parte de importantes países: la declarada por Brasil en 1987 es seguida por Perú, Ecuador y Zambia, a lo que hay que sumar las dificultades extremas por las que atraviesa México en 1988 y el impacto internacional de las protestas populares de febrero de 1989 contra el programa del FMI en Venezuela.

De hecho, prácticamente desde el lanzamiento anterior del Plan Baker los bancos comienzan a asumir que la recuperación íntegra de la deuda no es viable e inician la reducción de sus niveles de exposición. Este movimiento se acelera en 1987 cuando en respuesta a la moratoria brasileña, *Citibank* (principal acreedor del país) anuncia un aumento de su provisión para deudas de dudoso cobro que triplica las dotadas en años anteriores. Los demás bancos no tardan en imitarle: en el primer semestre de 1987 otros cinco grandes bancos realizan provisiones extraordinarias (ibid.: 187-198). Como consecuencia, en 1988 el nivel de exposición de los bancos estadounidenses es menos de la mitad del que registran en 1982, pasando del 215% al 95% de su capital (Clark, 1994: 18-19). Simultáneamente, los bancos inician la venta de sus deudas mediante acuerdos de conversión por moneda local destinada a inversiones directas o en cartera. Aunque el volumen de dichas operaciones es muy pequeño, evidencia el interés de los bancos por cambiar su estrategia, así como el potencial dinamismo del mercado de deuda en ciertos países (Clark, 1994: 4 y 19 y Miles, 1999: 429)²⁰⁸.

La finalidad expresa del Plan Brady es el reingreso de ciertos países subdesarrollados en los mercados financieros internacionales. Para ello se propone atender a dos objetivos, que en realidad son uno solo: crear un mercado atractivo (el de bonos públicos) para el capital financiero internacional y restaurar la "credibilidad" de los países que se adhieren a la reestructuración (Clark, 1994: 23).

²⁰⁷ Sobre el papel del Plan Brady en el proceso de conversión de ciertos subdesarrollados en emergentes recomendamos Clark (1994) y Miles (1999).

²⁰⁸ En México y Brasil, y en menor medida Venezuela, comienzan a proliferar operaciones no oficiales de conversión acordadas entre las empresas nacionales y sus acreedores. En el apartado 7.1. incluimos referencias sobre el intento fracasado de un programa de conversión de deuda oficial y de mayor envergadura en Brasil en 1987.

En primer, lugar se trata de crear activos financieros. Entre 1990 y 1996 diecinueve países subdesarrollados (diez de ellos emergentes) lanzan bonos Brady por un valor de 172.000 millones de dólares (Borensztein *et al.* 2006), de modo que en un lustro se genera un mercado financiero de dimensiones considerables. En segundo lugar, estos bonos han de ser adquiridos por el capital privado, con lo que se pretende restaurar la “credibilidad”. Se observa así que ese planteamiento, central en el discurso y en la estrategia para los emergentes, es tautológico, ya que la aceptación por parte del mercado precisa de “credibilidad”, pero el indicador fundamental de la “credibilidad”, es decir, la forma mediante la cual se logra, es la aceptación por parte del mercado. Restaurar la “credibilidad” supone que los inversores financieros internacionales, efectivamente, compren los nuevos bonos.

Para ello no basta con ofrecer activos financieros, sino que hay que hacerlo en condiciones suficientemente favorables para los compradores. Los bonos Brady cumplen este requisito gracias a varios factores. Los inversores, y más tratándose de activos emergentes (arriesgados), reaccionan positivamente a la mayor liquidez de los nuevos bonos, porque son más fácilmente negociables en mercados secundarios que los créditos bancarios de los que se deriva la deuda (Miles, 1999). Además, los nuevos títulos se emiten con un valor inferior al de la deuda a la que representan, o bien ajustados a un tipo de interés por debajo del de mercado, lo cual también reduce el valor de la deuda. Según el cálculo de ciertos autores, como promedio, los países que se adhieren al Plan Brady disminuyen en un tercio la cifra de su endeudamiento a través de esos bonos (Clark, 1994: 8), si bien puede considerarse que esos cálculos sobrevaloran la reducción de deuda, sobre todo (pero no sólo), en el caso de países que han declarado moratorias y *de facto* no están pagando²⁰⁹. No obstante, lo cierto es que gracias a dicha reducción, a la vez que se establecen garantías más sólidas sobre el principal y/o los intereses²¹⁰, y a que se amplían los plazos (hasta treinta años), mejoran notablemente las condiciones financieras de los países sujetos a la reestructuración.

En definitiva, el volumen y las condiciones en que se emiten los bonos Brady suponen la creación de los primeros activos financieros de países subdesarrollados que resultan atractivos para el capital privado internacional. Paradójicamente, la misma deuda externa

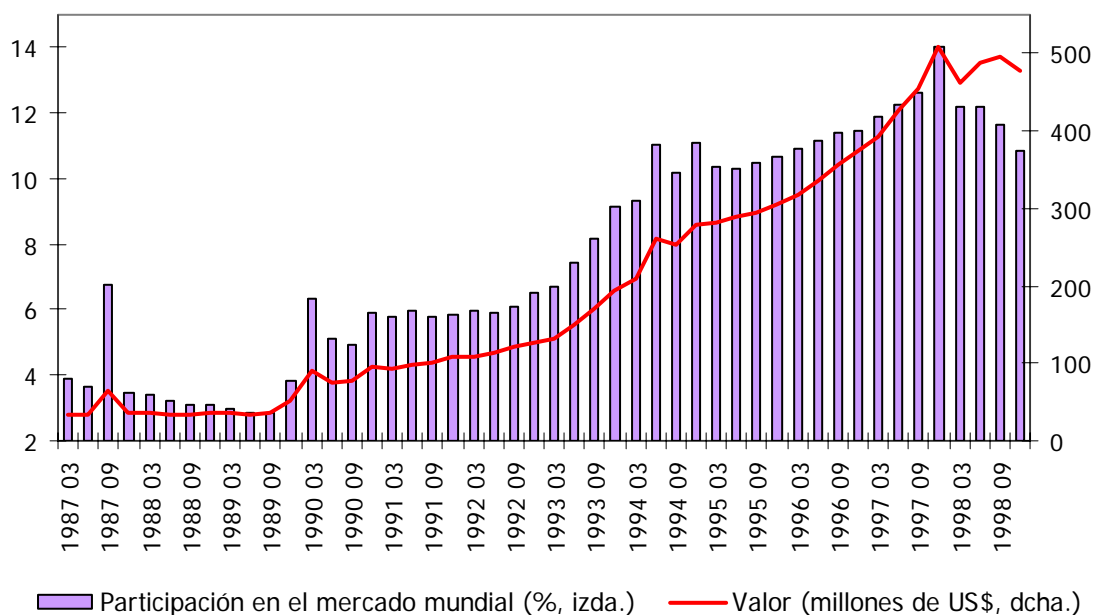
²⁰⁹ La reducción de deuda la calculan sumando la reducción sobre el principal mediante descuentos y recompras, la reducción en el servicio de la deuda derivada de los intereses inferiores de los bonos a la par, y el pago anticipado de principal e interés a través de las garantías. Es decir, se contabilizan como descuentos pagos que sí se realizan. Además, no se considera la deuda nueva contraída (Clark 1994: 21-22).

²¹⁰ La garantía sobre el principal se ofrece, en la mayoría de los casos, como fianza en forma de títulos del Tesoro de EEUU, mientras que los intereses se garantizan a través de un depósito en una cuenta especial y que se reinvierte de forma previamente acordada con los acreedores.

que durante los años ochenta mantuvo a estos países aislados de los circuitos financieros internacionales, ahora convertida en bonos negociables, les permite regresar en calidad de receptores.

Según recoge el gráfico 21 los títulos de deuda emergente negociados en el mercado internacional se disparan en los primeros años noventa, debido sobre todo a las emisiones de bonos Brady latinoamericanos, destacando las de México y Venezuela en 1990, la argentina en 1993 y la de Brasil en 1994. Tal y como se pretendía, "emerge" un nuevo mercado financiero. Entre 1989 y 1994 la deuda emergente negociada en mercados internacionales se multiplica por más de seis, pasando de 39.424 a 250.651 millones de dólares. Hay que considerar que el mercado de deuda negociable de estos países era prácticamente inexistente pocos años atrás, con apenas 6.000 millones de dólares en 1985, y ni siquiera eran emisiones en el mercado abierto, sino negociadas entre empresas y bancos (Miles, 1999: 428).

Gráfico 21
Bonos internacionales de deuda "emergente": 1987-1998
(% sobre el mercado de bonos mundial y miles millones de US\$)



Cálculos propios a partir de datos trimestrales de BPI (*Quarterly Review*).

Se considera "emergentes" a los países así clasificados por el FMI en su GFSR. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

Como resultado, la participación de estos países en el mercado de deuda negociable a escala mundial crece del 3,1% en 1989 al 10,4% en 1994 (gráfico 21). En sólo cinco años abandonan su posición marginal en el mercado de deuda internacional y pasan a ocupar

una cuota significativa, posición que seguirá consolidándose en los años siguientes, hasta alcanzar en 1997 un valor de 444.764 millones de dólares, que supone una cuota del 12,7%. También es relevante destacar que es en realidad un grupo muy reducido de países los que “emergen” en los mercados de deuda internacional, ya que sólo cinco (México, Brasil, Argentina, Corea del Sur y Rusia) concentran el 58,4% de esa deuda emergente negociada en los mercados internacionales.

6.2.3. El papel del FMI en el surgimiento de los “emergentes”

Las IFI, sobre todo el FMI, juegan un papel fundamental en el proceso que convierte a un número reducido de países del mundo subdesarrollado en un destino atractivo para el capital financiero internacional. En primer lugar, las reestructuraciones de deuda acogidas al Plan Brady, que según acabamos de analizar son un catalizador fundamental del proceso, son propuestas y gestionadas por el FMI, al mismo tiempo que esa institución continúa presionando y tutelando la conversión de ciertos países subdesarrollados en emergentes mediante sus programas de ajuste.

El nuevo discurso sobre emergentes implica una reorientación en el tipo de ajuste que el FMI promueve en los países subdesarrollados para adaptar su funcionamiento a los nuevos requerimientos de los inversores financieros²¹¹. El ajuste *fondomonetarista* ya no prioriza sólo la consecución de la estabilidad monetaria y el logro de un saldo por cuenta corriente que permita maximizar los pagos externos, sino que su nueva finalidad es captar ahorro externo (para generar crecimiento) y para ello se propone modificar de forma radical el funcionamiento de toda la estructura económica.

Esta nueva concepción del ajuste, con una incidencia mucho más amplia y profunda, recibe el nombre de “ajuste estructural”²¹², debido a que para aplicarlo el FMI comienza a asumir como parte de sus propios programas las “reformas estructurales” propuestas por el BM²¹³. Según resumen Aglietta y Moatti (2002: 95), *“Desde entonces, los programas recomendados por el Fondo tomaron una nueva orientación. Las reformas estructurales debían impulsar el crecimiento y, en adelante, el papel del FMI apenas se distinguía de una agencia de desarrollo provista de servicios financieros”*. Los Programas de Ajuste

²¹¹ Consultar BM (1987), Edwards (1995: 59-64), Pieper y Taylor (1998: 9-14), Carneiro (1999), Peet (2004: 154-158 y 251-259) y Onaran (2005a).

²¹² También se denomina “Consenso de Washington”. Esta expresión, acuñada por Williamson en 1989 para referirse al consenso de los primeros años (1985-1990), se suele utilizar de forma genérica.

²¹³ El FMI no abandona sin embargo el enfoque de la balanza de pagos que fundamenta sus planes de estabilización, simplemente plantea que las “reformas estructurales” juegan un papel complementario. Sobre el ajuste estructural recomendamos Sanabria (2007: 9-48).

Estructural (PAE) se convierten así en un vehículo fundamental de la estrategia que deben aplicar los países emergentes y que se hace extensiva a cualquier país subdesarrollado: desde que en 1986 el FMI crea el Servicio de Ajuste Estructural, los acuerdos firmados bajo este servicio son la principal vía de apoyo financiero de la institución (Ontiveros, 1997: 128-129). Así, el promedio de “condiciones estructurales” por programa aumenta de menos de dos en 1987 a más de dieciséis en 1997 (Felix, 2003: 28).

De ese modo, el FMI asume como objetivo cada vez más explícito la promoción de los flujos de capital privado hacia los países subdesarrollados, llegando a definir esa labor como una de sus “funciones esenciales” (Bordo *et al.*, 2004: 3)²¹⁴. Esto es una prueba fehaciente del poder que ostenta el capital financiero en el nuevo contexto internacional, capaz de instrumentalizar a un FMI promotor de sus intereses favorables a la creación de esos mercados emergentes. También son numerosas las evidencias de las presiones ejercidas por el gobierno estadounidense, a través del Departamento del Tesoro y de sus relaciones políticas exteriores, para que esos países asuman una estrategia acorde con los intereses de los inversores financieros internacionales²¹⁵. Ambos ámbitos, de hecho, terminan por fundirse. Por ejemplo, es sintomático que durante los años en los que el Departamento del Tesoro de EEUU y el FMI dirigen la liberalización financiera a escala mundial, al frente de la primera de las instituciones mencionadas estuviera Robert Rubin, que provenía de dirigir un gran banco de inversión (*Goldman Sachs*) y, tras su paso por el Tesoro, pasaría a dirigir otro gran grupo financiero privado, *Citigroup*. Igualmente, Stanley Fischer, subdirector ejecutivo del FMI en esa época, pasó a ocupar la vicepresidencia del mismo grupo tras abandonar la institución pública (Stiglitz, 2002: 45).

La connivencia entre el capital financiero y las instituciones públicas que tutelan el sistema monetario y financiero internacional está ampliamente asumida. Bhagwati, defensor de la liberalización comercial pero crítico con la extrapolación de sus principios a las cuentas financieras, lo expresa con naturalidad: “*Morgan Stanley y todas esas firmas gigantescas quieren acceder a otros mercados y obtener fundamentalmente la convertibilidad por cuenta financiera para poder operar en cualquier parte. Así como antes había un “complejo militar-industrial”, hoy existe un complejo Wall-Street-Tesoro*” (citado en Peet, 2004: 109). También Stiglitz (2002: 260), buen conocedor del *modus operandi* de dichas instituciones, plantea que la única forma de extraer una coherencia de las recomendaciones del FMI tras el estallido de las crisis asiáticas es atender al hecho de

²¹⁴ Sobre este tema ver también Carvalho (2000a: 14) y Stiglitz (2002: 40).

²¹⁵ Por ejemplo, el Tesoro impone condiciones de liberalización financiera como parte de acuerdos bilaterales teóricamente de materias comerciales. Son paradigmáticos los acuerdos con Chile y Singapur (Stiglitz, 2004: 58). Sobre la instrumentalización del FMI por parte del Tesoro de EEUU consultar Carvalho (2000a: 8).

que "(...) *el FMI promueve los intereses de la comunidad financiera. (...) La liberalización de los mercados de capitales pudo no contribuir a la estabilidad económica global pero abrió vastos mercados a Wall Street. (...) Analizar el FMI como si estuviera defendiendo los intereses de la comunidad financiera es una manera de dar sentido a lo que en otro caso serían comportamientos contradictorios e intelectualmente incoherentes*".

No obstante, es importante señalar que la intervención directa del FMI y, en particular, la aplicación de los PAE, no es la vía exclusiva mediante la cual los países emergentes asumen la nueva estrategia. Como sucede en el caso brasileño, en ocasiones los propios gobiernos diseñan y aplican dicha estrategia, con programas muy similares a los *fondomonetaristas*, pero sin que intervenga esa institución²¹⁶. Esto se explica por la confluencia de intereses entre los grandes inversores financieros que operan en los mercados internacionales e importantes segmentos del capital nacional (Bresser-Pereira, 2003a: 88-89). Este segundo grupo cuenta con ventajas para aprovecharse de una estrategia favorable a los intereses del capital financiero (conocimiento de las oportunidades de negocio en sus países, importante poder de mercado, inversión ya instalada, etcétera.) y disfruta por lo general de gran capacidad para influir en las decisiones de su gobierno, cuando no participa directamente en el aparato del Estado. Es por ello que, en algunos casos, el poder político del capital nacional favorecido por la estrategia para emergentes junto con los inversores internacionales a él asociado o cuyos intereses confluyen, hacen que no sea necesaria la intervención directa del FMI (Pieper y Taylor, 1998 y Carvalho, 2000a). En estas ocasiones, esta institución se limita a reconocer y dar su aval público al gobierno en cuestión y simplemente recomienda que se intensifiquen las medidas de ajuste que siguen pendientes.

Por otra parte, según avanza la década de los noventa y la mayoría de los países emergentes ya han asumido la nueva estrategia, y por tanto ya se van adaptando al funcionamiento de la financiarización, la intervención directa del FMI pierde importancia. Es lo que en los mercados financieros se denomina la "dictadura de la credibilidad": una vez en marcha, la estrategia se mantiene porque la premisa tautológica según la cual para atraer ahorro externo es preciso atraer ahorro externo se muestra eficaz por sí misma (Stiglitz, 2002: 76)²¹⁷. El seguimiento (o profundización) de la estrategia se convierte en sí misma en un elemento "señalizador": plegarse a los imperativos del capital

²¹⁶ No por ello se puede infravalorar el papel del FMI y su tradicional mecanismo de la condicionalidad. En los años noventa 87 países suscriben programas con la institución, y su duración media es de 2,7 años (Gregorio, 2002: 31-33).

²¹⁷ Fischer (1999b: 564) es muy claro a este respecto: "*es el castigo y premio de los flujos de capital lo que incentiva a las empresas y los países a aplicar la estrategia*".

financiero es la prueba más fehaciente que los gobiernos pueden dar de que se comportan de forma adecuada para atraer a dicho capital. La importancia de esa "señalización" se agudiza a partir de las crisis en emergentes de 1997-1998.

Precisamente, las crisis desatadas en estos años en países emergentes, sobre todo en Asia, pero también en Rusia y en algunos de América Latina, motivaron un visible endurecimiento del discurso *fondomonetarista*, que pasa a propugnar de forma más contundente la plena liberalización de los movimientos de capital (Peet, 2004: 105-109). Si bien su propia actuación durante esas crisis (muy criticada incluso desde otras instancias oficiales)²¹⁸ y el repliegue de muchos capitales financieros hacia los mercados de los países desarrollados, limitaron la influencia del FMI. Pero de hecho, la interpretación que hacen el Departamento del Tesoro de EEUU y las organizaciones internacionales bajo su control sobre las crisis asiáticas recomienda otra "vuelta de tuerca" en la estrategia²¹⁹. Según Rubin (1997) "(...) *es importante extraer las lecciones correctas, no las equivocadas, de los últimos acontecimientos. No es el momento para darles la vuelta a las estrategias de éxito económico que han sido tan importantes para los mercados emergentes de todo el mundo*"²²⁰.

Rodrik (1998) explica cuál es la "lección correcta" desde la perspectiva *fondomonetarista*: las crisis son inevitables, lo que conduce a obviar la posibilidad de evitarlas mediante la supresión de la libre circulación de capitales y permite plantear el problema con proposiciones del tipo "el capital puede circular sin restricciones y con seguridad con la condición X", donde, en palabras de Rodrik, X es el "*antídoto contra las crisis de moda en cada momento*". Así, según abordamos en el apartado siguiente, la estrategia se completa incluyendo una serie de "condiciones" bajo las que sigue siendo válida. Algunas de ellas, como la mejora en los niveles de regulación y transparencia bajo los que operan los agentes financieros, no se materializan en medidas eficaces. Otras, como la reformulación de los programas de estabilización, o la insistencia en que las entidades extranjeras penetren los sistemas financieros nacionales, suponen, de hecho, su profundización.

²¹⁸ El cuestionamiento no surge sólo de foros heterodoxos. Según *The Wall Street Journal*: "El FMI provocó esta crisis (...), ahora Camdessus y el secretario del Tesoro Robert Rubin quieren miles de millones adicionales para tratar de arreglar el desastre" (citado en Peet 2004: 107). Stiglitz (2002: 121) directamente subtitula su capítulo sobre las crisis financieras "*De cómo las políticas del FMI llevaron al mundo al borde de un colapso global*". Sobre el tímido *mea culpa* realizado por las IFI, consultar FMI (1998 y 1999) y BM (1999).

²¹⁹ Sobre este asunto recomendamos Cunha y Prates (1999), Carvalho (2000a) y Prates (2002).

²²⁰ Son también ilustrativos algunos discursos de Camdessus (1997, 1998a, 1998b, 1999a, 1999b, 1999c), el de Fischer (1999a), las intervenciones de Summers (1998, 1999), así como el informe elaborado por el Departamento del Tesoro de EEUU (1999).

6.3. Una estrategia para captar ahorro externo

El nuevo discurso sobre los mercados emergentes se materializa en la formulación de una estrategia que especifica las medidas que dichos países han de adoptar para, efectivamente, “emerger”²²¹. Los objetivos de esta estrategia son dos y están relacionados entre sí: captar capital extranjero y lograr un tipo de estabilidad monetaria que sirva a esa captación de capital. Como veremos en el capítulo 7 para el caso brasileño, las entradas de financiación extranjera son necesarias para sostener la apreciación cambiaria de la moneda y, a su vez, el programa de estabilización elige aquellas medidas estabilizadoras que son más favorables para la atracción de ahorro externo.

Es aquí donde resulta fundamental comprender las implicaciones que conlleva la financiarización de las economías y de las relaciones económicas internacionales, ya que como el ahorro externo que pueden captar los países emergentes se rige por la lógica financiarizada que hemos expuesto en el capítulo anterior, sus exigencias son las que determinan las principales medidas adoptadas por esos países. De una parte, cobra especial importancia la capacidad de ofrecer colocaciones financieras con una rentabilidad muy elevada. De otra parte, es preciso incorporar dos elementos adicionales: las facilidades de liquidez, de modo que los inversores compensen el mayor riesgo con la posibilidad de saldar rápidamente las posiciones tomadas, y la “credibilidad” que otorgan el compromiso de los gobiernos y el apoyo de los organismos internacionales a los programas de estabilización, junto con la propia actuación de los capitales que llegan, para aminorar el riesgo que realmente tiene la inversión en esos activos emergentes. En consecuencia, la estrategia incorpora elementos novedosos con respecto a la concepción original de los PAE y enfatiza otros ya presentes, todos ellos específicamente orientados al ámbito financiero. En definitiva, se trata de una batería de medidas complementarias entre sí que favorece la inclusión de activos de estos países en las carteras de los grandes inversores financieros internacionales. A continuación pasamos a analizar su contenido.

6.3.1. Liberalización comercial

La estrategia parte del planteamiento de que la competencia internacional siempre introduce criterios de eficiencia en el funcionamiento económico interno de las economías. Desde esa perspectiva, la liberalización de los intercambios comerciales cumple un doble papel con respecto a los objetivos establecidos. Por un lado, la competencia entre los

²²¹ Bresser-Pereira (2003b) se refiere a ella con el nombre de “Segundo Consenso de Washington”.

productos nacionales y las importaciones favorece el control de los precios internos. Por otro lado, estimula la eficiencia en el tejido productivo nacional y la capacidad de exportar sin trabas proteccionistas; y, a su vez, ambas ventajas incentivan la entrada de inversiones extranjeras directas²²².

Así que los países emergentes han de establecer lo que el Artículo VIII de los estatutos del FMI denomina la convertibilidad de la cuenta corriente. Se trata de eliminar tanto las barreras arancelarias y no arancelarias sobre las importaciones, como los subsidios y demás ayudas a las exportaciones. En consecuencia, la mayoría de los países subdesarrollados comienza a liberalizar sus intercambios comerciales a finales de los años ochenta. A la altura de 1990 ya son 35 los que cumplen con ese Artículo y en la primera mitad de la década de los noventa el proceso se acelera: de 1991 a 1996 lo cumplen otros 52 países (Aglietta y Moatti, 2002: 99). Así sucede, por ejemplo, con los principales países latinoamericanos, que acometen su liberalización comercial en este período. De ese modo, la liberalización comercial se efectúa de una forma tan rápida y aparentemente tan “obvia” o “natural” que posteriormente ni los discursos ni las medidas insisten en ello a partir de mediados de los noventa. Sin embargo, es un componente fundamental de la estrategia de crecimiento con ahorro externo.

6.3.2. Liberalización financiera

La liberalización financiera es un componente que se ignoraba en los primeros PAE y también en la formulación inicial de lo que se denominó el “Consenso de Washington” (Williamson 1990 y 1997), pero juega un papel central en la estrategia, hasta convertirse, de hecho, en su paradigma²²³.

Es así porque, en primer lugar, la plena convertibilidad de la moneda y la apertura de la cuenta de capital son requisitos centrales para la captación de ahorro externo. La apertura financiera es una condición necesaria para que el capital extranjero pueda entrar en el mercado financiero nacional (con la garantía de poder abandonarlo sin ninguna restricción) y para que se puedan emitir activos emergentes en los mercados internacionales. Los beneficios en términos de crecimiento que obtiene el país receptor se fundamentan en la extrapolación de las bondades del funcionamiento libre de los

²²² Sobre el papel de la liberalización comercial dentro de la estrategia y, en particular, sobre los intereses occidentales en torno a dicho proceso recomendamos Stiglitz (2002: 87-93).

²²³ En ocasiones se utilizan de forma indiscriminada los términos liberalización, apertura y reforma financiera. Nosotros consideramos que la liberalización financiera incluye tanto la apertura (convertibilidad de la moneda y apertura de la cuenta financiera) como la desregulación del sistema financiero interno.

mercados de mercancías al ámbito de los flujos financieros. Se argumenta que, incluso en el caso de que los mercados de capital no fueran completamente eficientes, sus posibles imperfecciones son preferibles a las distorsiones que introducen los controles de capital²²⁴. Así, aunque según el Artículo VI del FMI los países miembros pueden ejercer los controles que consideren necesarios para regular los movimientos internacionales de capital (sin restringir los pagos por transacciones corrientes), desde el inicio de los años noventa dicha institución adopta un papel muy activo propugnando la supresión de los controles de capitales en los países emergentes, junto con la adopción de normativas favorables a la libre entrada y salida de los flujos internacionales y las emisiones nacionales en el extranjero.

En segundo lugar, se da prioridad a lo que el FMI denomina la “modernización”, y posteriormente el “fortalecimiento”, de los sistemas financieros nacionales, de manera que los activos emergentes se emitan y/o se negocien en los mercados financieros internacionales, a la vez que el capital extranjero puede adquirirlos y negociar con ellos en el interior del país emisor. Se pretende que tanto el mercado de capitales como los intermediarios bancarios operen en condiciones de mayor competencia, lo cual redundará en una mayor captación de recursos financieros. La “modernización” que promueve el FMI consiste en: liberalizar los tipos de interés, eliminar los controles cuantitativos sobre el crédito y estimular el desarrollo de los mercados internos de capitales (acciones, bonos privados y públicos, derivados). En el mismo sentido, se enfatizan las potenciales ganancias de eficiencia derivadas de la privatización y de la entrada de empresas extranjeras (que aporten tecnología, conocimientos y mejor acceso a los mercados internacionales), aun cuando en muchas ocasiones dichas operaciones requieren fuertes desembolsos previos a cargo de los gobiernos.

Tras las crisis de 1997-1998, el FMI añade la idea de “fortalecimiento” a la de “modernización” de los sistemas financieros nacionales, lo que incluye las denominadas “reformas de segunda generación”. Por una parte, aunque las medidas emprendidas distan de ser eficaces, se enfatiza la importancia de mejorar la transparencia y los niveles de regulación y supervisión financiera en los mercados emergentes, particularmente los de sus sistemas bancarios²²⁵. Por otra parte, además de seguir avanzando en su

²²⁴ Los principales argumentos a favor y en contra de la liberalización financiera se pueden consultar en Rodrik (1998), Bhagwati (1998), Summers (1998), Bacchetta y Wincoop (1998), Rodrik y Velasco (1999), Fischer (1999a y 1999b), Carvalho (2000a: 9-10), Boughton (2001), Stiglitz (2002: 93-95 y 2004) y Bresser-Pereira (2003b y 2005).

²²⁵ El discurso oficial señala este punto como causa fundamental de esas crisis (Feldstein, 2002: 9-11 y Fischer 1999b: 562-3).

liberalización, comienzan a priorizarse los estímulos para la entrada de entidades financieras extranjeras. En palabras de Fischer (1999b: 562) “(...) *no es sólo regulación y supervisión lo que hace falta, también competencia, en particular competencia extranjera*”. Para ello, países como México y Argentina, en los que el proceso de desnacionalización de los sectores financieros se encuentra muy avanzado, se utilizan sistemáticamente como ejemplos de sistemas bancarios que se han “fortalecido” gracias a la penetración extranjera.

6.3.3. Programas de estabilización monetaria

El grueso de los países emergentes arrastra de la década de los ochenta problemas muy serios de inflación, por lo que cierta estabilidad monetaria es un requisito indispensable para lograr su crecimiento. No obstante, la orientación que caracteriza a la estrategia hace que dicha estabilidad sea al mismo tiempo un objetivo deseable en sí mismo y un instrumento fundamental para la atracción de financiación internacional. Por tanto, el propósito de normalizar el contexto monetario y financiero se complementa con el de establecer un alto rendimiento para las inversiones financieras que han de ser atractivas para esa capital exterior. Consiguientemente, la política de estabilización monetaria se propone el logro de niveles de inflación moderados y previsibles junto con tipos de cambio estables en términos nominales y relativamente apreciados en términos reales, que sean compatibles con tipos de intereses reales elevados. Esta combinación garantiza el valor real de los rendimientos financieros, a la par que determina su conversión favorable en divisas.

Bajo esta perspectiva, el anclaje del tipo de cambio nominal en un nivel que asegure la apreciación en términos reales se convierte en piedra angular de los programas de estabilización diseñados o avalados por el FMI. Un tipo de cambio fijo (o semi fijo) garantiza rentabilidad porque facilita el arbitraje con los activos denominados en moneda nacional, mientras que su apreciación real favorece la rentabilidad cuando los beneficios obtenidos se convierten a moneda extranjera. Y al mismo tiempo, es una medida antinflacionista, ya que abarata las importaciones que, en condiciones de liberalización comercial, compiten con los productos nacionales. En los primeros años noventa, entre los 36 países sujetos a programas *fondomonetaristas* 15 aplican fórmulas de anclaje nominal (Aglietta y Moatti, 2002: 99)²²⁶.

²²⁶ Las fórmulas de anclaje nominal van desde el *currency board* a una flexibilidad limitada con respecto a la moneda o la cesta de anclaje: régimen de tipo de cambio fijo tradicional (con o sin bandas de fluctuación), paridades móviles (*crawling peg*) o bandas de fluctuación móviles (*crawling bands*). El caso es que la trayectoria del tipo de cambio nominal se fije con antelación, y que resulte en apreciación real.

Simultáneamente, se trata de unas políticas monetarias muy restrictivas, que hacen compatible la lucha contra la inflación y la obtención de rendimientos financieros. El estricto control de la emisión monetaria y el mantenimiento de tipos de interés muy elevados son elementos esenciales para favorecer la estabilidad monetaria y la entrada de capital extranjero.

La política fiscal es la tercera pieza de los programas. Su función también es doble, ya que sirve para contener la inflación y como indicador del compromiso con las políticas "responsables"²²⁷. Aunque se incluyen ciertas medidas por el lado de los ingresos, la mayor parte se concentra en la contención y reorientación de los gastos públicos. En particular, los esfuerzos se dirigen a controlar el saldo fiscal primario, que excluye los gastos de origen financiero, que, de hecho, tienden a incrementarse con la entrada de capital exterior. De ese modo, las medidas adoptadas no siempre restringen el gasto público total. En realidad, esa estrategia de ajuste, basada en el anclaje del tipo de cambio nominal y la severidad de la política monetaria, hace que el equilibrio presupuestario no sea estrictamente necesario.

Las crisis de 1997-1998 suponen el colapso de las paridades cambiarias que sostenían los programas de estabilización en varios de los países afectados, lo que obliga a reformularlos. Por un lado, el FMI comienza a promover el abandono del "ancla cambiaria" y a favorecer sistemas de tipo de cambio menos rígidos. La adopción de tipos flexibles no se incorpora automáticamente, pero las consignas cambiarias cambian de signo: se aboga por regímenes cambiarios más flexibles y, en caso de tipos fijos, la fórmula que se considera más adecuada es el *currency board*. Los potenciales efectos inflacionarios y la ausencia de garantía para el valor externo de las monedas se compensan endureciendo los pilares monetario y fiscal de los programas. En el plano monetario, se recomiendan medidas aún más restrictivas²²⁸ y el reforzamiento de la "credibilidad monetaria" mediante reglas guiadas por objetivos de inflación y la independencia de los bancos centrales (Gregorio, 2002: 13-14 y 35 y Feldstein, 2002: 23-27). La austeridad fiscal se hace más estricta (con mayor reducción de los gastos públicos) y también gana importancia como indicador: desde 1998 se generaliza la inclusión de metas de superávit primario en los acuerdos con el FMI.

²²⁷ Se parte de la premisa de que la política fiscal debe ser especialmente conservadora en los países subdesarrollados, que no podrán aplicar una política fiscal "adulta" (anticíclica), hasta que logren "estabilidad y reputación" (Gregorio, 2002: 20).

²²⁸ Según Feldstein (2002: 7): "(...) *la experiencia de Brasil, Israel, y demás, demuestra que el potencial efecto inflacionario del sistema de tipo de cambio flotante puede gestionarse mediante el endurecimiento de la política monetaria hasta alcanzar la tasa de inflación deseada*".

6.3.4. Privatizaciones

A partir de la prescripción general de que el Estado debe reducir su papel en la actividad económica, se considera que la venta de empresas estatales al capital privado contribuye a incrementar el nivel de eficiencia de la economía y a atraer capital extranjero, debido a varias razones²²⁹. En primer lugar, como se supone que las empresas públicas son ineficientes y ahogan las posibilidades de expansión del sector privado, el mero proceso privatizador hace que se amplíe el ámbito de la iniciativa privada, incrementa la competencia y, por tanto, la eficiencia. Además, las privatizaciones contribuyen a crear y/o desarrollar el mercado de capitales interno. De ese modo, la conjunción de un contexto favorable a la iniciativa privada, la emisión de activos financieros públicos y la privatización de grandes empresas constituyen un importante estímulo para la entrada de capital extranjero.

En segundo lugar, el desmantelamiento del tejido productivo en manos del Estado sirve al imperativo de concentrar los recursos públicos disponibles para mejorar la situación presupuestaria: no sólo se reducen los gastos derivados de la participación del Estado en la actividad productiva, sino que las privatizaciones permiten la obtención de importantes ingresos fiscales extras. Y, en tercer lugar, los programas de privatización cumplen una importante función de “señalización” a los mercados, ya que evidencian el compromiso gubernamental con la estrategia en su conjunto.

En efecto, en estos años la mayoría de los países emergentes privatiza masivamente las empresas estatales, en condiciones muy favorables para el capital privado: se privatizan empresas con mucha inversión acumulada, muchas de ellas previamente se sanean (asumiendo el Estado las deudas que arrastran) y en ciertos sectores ofrecen unas perspectivas de rentabilidad muy favorable, como sucede con ciertos monopolios naturales y/o mercados cautivos relacionados con las infraestructuras y otros servicios básicos. Cerca del 60% de los PAE aplicados entre finales de los años ochenta y mediados de los noventa incluyen privatizaciones (González Soriano, 2008: 74.). Y, en general, los programas de privatización son eficaces para atraer capital extranjero: como veremos para el caso de Brasil en el capítulo 10, las grandes privatizaciones coinciden con las mayores entradas de inversiones directas y con el mayor dinamismo del mercado bursátil.

²²⁹ Consultar Premchand (1983: 5-10 y 27-33), BM (1992: 47-48 y 1996), OCDE (1995) y, particularmente, González Soriano (2008: 72-77).

6.4. La financiarización de la actividad económica en los “mercados emergentes”

La conversión de un grupo de países subdesarrollados en emergentes promueve una conexión específica entre la dinámica económica de dichos países y la nueva lógica financiarizada que opera a escala mundial. En efecto, dado que la idea de “emergente” nace de la pretensión de conectar a estos países con los mercados financieros internacionales, aquellos que efectivamente consiguen captar un volumen significativo de capital no permanecen indemnes a las pautas de la financiarización. Así, según analizamos para el caso brasileño en el capítulo 11, la actividad económica de esos países emergentes registra procesos similares a los que se han analizado en el capítulo 5, dando lugar a una dinámica económica financiarizada. En consecuencia, la prioridad de obtener rendimientos en el ámbito financiero debilita la dinámica de acumulación productiva, los requerimientos del capital financiero restringen enormemente el margen para la intervención estatal, y la estructura socioeconómica se transforma a favor de los segmentos capitalistas con posibilidades de operar en mejores condiciones en los mercados financieros.

No obstante, los países emergentes presentan elementos específicos que determinan que la financiarización de su actividad económica también sea particular. No abundan los trabajos que aplican el concepto de financiarización a países subdesarrollados y la mayoría de ellos no plantea una caracterización del proceso que facilite su análisis empírico²³⁰. Además, salvo contadas excepciones, se ocupan principalmente del proceso de financiarización una vez que eclosiona en forma de crisis, sin atender a la comprensión del conjunto del proceso²³¹.

En el caso de estos países emergentes, la financiarización toma una forma específica cuya singularidad viene dada por tres elementos²³². El primero es que esos países presentan

²³⁰ Boyer (1999) plantea que las economías con grados reducidos de patrimonialización financiera no están exentas de verse afectados por la financiarización, y propone denominar su modo de funcionamiento como “régimen de acumulación dominado por las exportaciones y sometido a la globalización financiera”. Demir (2007) estudia empíricamente el grado de financiarización de Argentina, México y Turquía, pero limita su análisis al comportamiento de las empresas no financieras. Bruno (2005, 2007a y 2008) ofrece un planteamiento más general y acorde con el nuestro.

²³¹ Es significativo que en Epstein (2005), uno de los trabajos más completos sobre el tema, todos los capítulos dedicados a mercados emergentes analizan episodios de crisis.

²³² Coincidimos con el planteamiento de Stockhammer (2007: 5), según el cual la fórmula específica de financiarización viene determinada, además de por los elementos estructurales internos de cada economía, por su particular inserción en la economía mundial y por las medidas aplicadas en cada país.

unas características estructurales propias de países subdesarrollados, asociadas a lo que en el capítulo 2 hemos denominado límites estructurales al desarrollo económico o LEDE. Según ese planteamiento, la interacción articulada entre los distintos elementos que limitan la capacidad de acumulación de dichas economías configura una estructura socioeconómica y unas inercias de funcionamiento económico radicalmente distintas a las que operan en los países desarrollados. Consecuentemente, esos límites obstaculizan la utilización productiva del ahorro (ya sea generado internamente o captado en el exterior) y favorecen su inclusión en el circuito financiero.

El segundo elemento tiene que ver con el lugar que los activos emergentes ocupan en las estrategias de cartera de los grandes inversores internacionales, que determina cuál es la naturaleza del ahorro externo que reciben estos países y, por tanto, la composición de sus mercados financieros así como el comportamiento de los agentes que en ellos operan. En particular, el hecho de que esos activos emergentes satisfagan la pretensión de incluir segmentos de elevado riesgo y gran rentabilidad, les hace especialmente propicios para que se formen espirales de expectativas exageradas y “miopías colectivas” que se retroalimentan a sí mismas (Orléan, 1999). Así, estos países se ven especialmente afectados por la volatilidad que caracteriza a los flujos financieros internacionales y quedan sometidos al comportamiento extremadamente “ciclotímico” del capital financiero que captan (Boyer, 1999).

El tercer elemento consiste en que la aplicación de la estrategia para emergentes incorpora en estos países unas condiciones económicas y financieras que cuando interaccionan con los dos elementos señalados terminan de configurar una modalidad de financiarización específica. Esas condiciones son las que conciernen al papel de las privatizaciones en la dinamización de los mercados de acciones, las facilidades otorgadas al capital extranjero para que penetre en el sistema bancario nacional y las ventajas que los programas de estabilización proporcionan para la obtención de ganancias financieras mediante el mero arbitraje entre monedas.

Como resultado de estos tres elementos, cuya concreción al caso brasileño se aborda en el capítulo 11, la actividad económica de los países emergentes presenta unos rasgos particulares. Por un lado, los análisis existentes y el que nosotros realizamos para Brasil apuntan que el fenómeno de la financiarización de las estrategias empresariales es, en lo fundamental, extrapolable a los mercados emergentes. La nueva lógica de los mercados financieros y sus imperativos se impone sobre las empresas no financieras. Según concluye Demir (2007) de su estudios sobre Argentina, México y Turquía, el elevado

diferencial entre el retorno que reciben las empresas por sus colocaciones financieras y por sus proyectos de inversión determina que buena parte del capital productivo se dedique a realizar operaciones financieras, lo que ocasiona una fuerte alteración en el funcionamiento de los sectores productivos, que contribuye a explicar la caída de su inversión, e incluso, la “desindustrialización” que sufren esos países.

El efecto de la financiarización sobre el comportamiento de las familias, sin embargo, no puede extrapolarse de forma automática (Duménil y Lévy 2005: 32-37). El principal motivo es que la proporción de familias que incrementa su patrimonio financiero y con él impulsa de forma significativa su consumo es bastante reducida. Esto hace que el aumento de la desigualdad en la distribución de la renta alcance niveles todavía más exagerados. Al mismo tiempo, la precariedad de ingresos de la mayoría de la población y la debilidad del sistema bancario hacen que el grado de endeudamiento de esa mayoría sea mínimo o prácticamente inexistente. Por tanto, sea a través del “efecto riqueza” que recibe sólo una minoría con patrimonio financiero, sea a través del endeudamiento, igualmente al alcance de grupos reducidos, la expansión del consumo privado no es fuerte porque queda reducida a esa proporción ciertamente pequeña de la población. Por el contrario, según constataremos para Brasil y como analizan otros trabajos para un grupo más amplio de economías subdesarrolladas, la inmensa mayoría de la población se ve afectada por un severo proceso de regresión social, que es muy acusado en los países cuyo funcionamiento económico está financiarizado²³³.

Por último, ese funcionamiento también restringe la actividad estatal de forma más acentuada en los países emergentes que en los países desarrollados. De una parte, los gobiernos crean las bases para la financiarización mediante la puesta en marcha de la estrategia para emergentes, cuyo objetivo es precisamente conectar a estos países con los mercados financieros internacionales. De otra parte, como las características internas de estos países tienden a generar una vulnerabilidad elevada con respecto al capital extranjero que reciben, la “dictadura de la credibilidad” se convierte en una restricción particularmente severa y, como correlato, toda la actividad estatal se subordina a esa necesidad de captar esos flujos internacionales de capital. Además, una vez que éste llega, el Estado sigue supeditándose a las exigencias que impone ese capital para permanecer dentro del país.

²³³ Recomendamos especialmente Onaran (2005a). También se puede consultar Montanyà (2009) para el caso argentino, Mateo Tomé (2009) para Venezuela, Molero (2009) y Paz Antolín (2009) sobre la economía boliviana y guatemalteca respectivamente, y Sanabria (2007: 49-107) para Uruguay.

Capítulo 7

Brasil se convierte en “emergente”: estrategia de crecimiento basado en ahorro externo

El renovado interés del capital privado internacional por invertir en ciertos países subdesarrollados incluye a Brasil, lo cual le abre al país la posibilidad de volver a ensayar una nueva experiencia de crecimiento basada en la recepción de ahorro externo. Pero, para aprovechar esta posibilidad, la economía brasileña debe adaptar sus condiciones internas a los requerimientos de los agentes financieros que protagonizan el nuevo contexto financiarizado. Es decir, exige la aplicación de la estrategia concebida para los países emergentes. Esto es lo que hace Brasil entre finales de los años ochenta y los primeros años noventa.

Al final de la década de los ochenta, el gobierno comienza a dar pasos en esa dirección, iniciando la liberalización comercial de la economía. Sin embargo, no es hasta 1990, con la llegada al poder de Fernando Collor de Mello, cuando se enuncia la adhesión explícita a la estrategia y se pone en marcha su aplicación sistemática. A partir de entonces, y a gran velocidad, los sucesivos gobiernos aplican las principales recetas del “Consenso de Washington”. La liberalización comercial, ya en estado muy avanzado, se profundiza bastante más. La apertura financiera, que incluye la convertibilidad libre de la moneda brasileña, la supresión de obstáculos a las entradas y salidas de capitales (extranjeros y brasileños) del mercado financiero nacional, y la posibilidad de que los agentes nacionales emitan activos en los mercados financieros internacionales, se acomete poco después y también a gran velocidad.

Simultáneamente, la estrategia toma cuerpo mediante la implementación de un plan de estabilización monetaria similar al aplicado por otras economías emergentes, aunque con ciertas particularidades debidas a las condiciones monetarias del país. Ese plan logra erradicar la hiperinflación y configura un nuevo contexto monetario y financiero. El sistema financiero nacional se ve seriamente afectado por el hecho de que la estabilización monetaria acaba con la principal fuente del ingreso rentista que obtenían los bancos (la deuda pública indexada a la inflación), pero se sana con dinero público a la vez que se privatiza y se abre a la entrada de entidades extranjeras. La retirada del Estado, según prevé la estrategia para emergentes y conforme abordamos en el capítulo 10, constituye un poderoso estímulo para la entrada de ahorro externo, si bien ese capital extranjero no se circunscribe al sector financiero, sino que también acude porque se privatizan grandes empresas industriales y de otros sectores de servicios. En definitiva, en poco más de un lustro, sin que medie ningún programa *fondomonetarista*, el gobierno aplica el planteamiento íntegro preescrito para que Brasil logre su “emergencia” ante los mercados financieros internacionales.

7.1. La aplicación de la estrategia

El caso brasileño es un buen ejemplo de cómo la asunción de esa estrategia no requiere necesariamente la participación directa del FMI. Los intereses del capital financiero nacional, que a finales de los años ochenta disfruta de una importantísima capacidad de influencia política, convergen con los de los grandes inversores internacionales (Minella, 1995: 105-108 y Boito Jr., 1999), forjándose una complementariedad entre ambos agentes financieros extranjeros y nacionales: no compiten entre sí, sino que la creciente presencia de los segundos se produce fundamentalmente en detrimento de la participación estatal, y ambos resultan favorecidos por la posibilidad de captar recursos externos, colocarlos ventajosamente en el mercado financiero interno y poder retirarlos del país cuando les convenga sin ningún tipo de obstáculo (Carvalho, 2000b y Bresser-Pereira 2003a). De hecho, en muchos casos las entidades extranjeras interesadas en el país se asocian con bancos privados nacionales, de modo que ambas partes sacan el máximo provecho de las posibilidades que ofrece el nuevo contexto.

La implementación brasileña de la estrategia para los mercados emergentes presenta una cronología que surge de la interacción entre el proceso económico y político del país y el contexto internacional, dando lugar a una combinación específica entre las medidas que se van aplicando, los resultados que se obtienen, y la posibilidad de seguir profundizando

la estrategia poniendo en marcha otras medidas. De esta forma, aunque la estrategia comienza a finales de los años ochenta (con la liberalización comercial) cabe considerar que su desarrollo sustancial está en marcha desde mediados de 1994, una vez que el programa de estabilización monetaria establece un nuevo contexto monetario y financiero, seguido en los años posteriores de la introducción de otras medidas decisivas, como la reestructuración del sistema financiero nacional y las grandes privatizaciones.

Durante los primeros años noventa es cuando se constata el cambio de actitud de los capitales financieros internacionales hacia los mercados emergentes. Es entonces cuando Brasil responde "señalizando" su voluntad de volver a convertirse en receptor de capital extranjero, para lo cual se dan algunos pasos importantes. De una parte, el programa de gobierno con el que Collor gana las elecciones en 1990, así como el lanzamiento del publicitado paquete de privatizaciones ese mismo año, son señales inequívocas del compromiso gubernamental con la nueva estrategia y que van acompañadas de medidas que suponen su aplicación efectiva. La liberalización comercial, iniciada a finales de 1988, se acelera con rapidez y la apertura financiera también se realiza a gran velocidad, por lo que en 1992 Brasil ya puede considerarse un espacio "abierto" al capital internacional.

El anuncio de la adhesión de Brasil al Plan Brady en agosto de 1992 es otra señal inequívoca del mismo compromiso gubernamental²³⁴. El tortuoso proceso de negociaciones entre el *Departamento da Dívida Externa* del *Banco Central do Brasil* (BCB) y *Citibank* en representación de aproximadamente 750 acreedores se demora dos años hasta alcanzar un acuerdo, pero la mera apertura de las negociaciones es un catalizador eficaz que favorece la entrada de capitales extranjeros: entre el tercer y el cuarto trimestre de 1992 las entradas netas de inversión extranjera en cartera se multiplican casi por diez, pasando de 878 a 8.103 millones de dólares²³⁵.

Dos años después, el 15 de abril de 1994, se realiza la emisión de bonos Brady, una de las operaciones de canje de deuda externa por bonos más voluminosas del mundo, pues implica la conversión de deuda por valor de 43.737 millones de dólares (Terra, 1999: 304). Aunque esta operación supone una entrada real de recursos mucho más reducida,

²³⁴ En 1987 el entonces ministro de economía, Bresser-Pereira, propone un programa de reestructuración de deuda muy similar al Plan Brady, pero fracasa. Sobre este tema se puede consultar Roddik (1990: 197-205), BCB (1997) y Bresser-Pereira (1999). Sobre las particularidades del programa Brady brasileño recomendamos BCB (1997), Miles (1999) y Terra (1999).

²³⁵ Son las primeras entradas significativas de inversión en cartera que recibe el país, aunque no resultan en una captación financiera total importante debido a las voluminosas salidas de otras inversiones en concepto de amortización de deuda. Recordamos que los datos de entradas financieras se obtienen de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

de 10.729 millones de dólares²³⁶, es importante porque modificó la inserción financiera externa del país. De una parte, según analizamos en el capítulo 8, esa operación altera sustancialmente la naturaleza de los pasivos externos acumulados y, por otra, el mercado internacional acoge muy favorablemente las emisiones brasileñas: en marzo de 1994, ante su eminente lanzamiento, el precio de los bonos en el mercado secundario salta de los 51 a los 76 centavos por dólar (ibídem). Este hecho, por sí mismo, cabe interpretarlo como la validación de Brasil en tanto que posible país emergente.

De esta forma, a mediados de 1994 el país acumula un volumen considerable de reservas internacionales, lo que permite lanzar el *Plano Real*, un programa de estabilización monetaria basado en el sostenimiento del tipo de cambio y que transforma radicalmente el marco monetario y financiero del país. Entre otros aspectos, supone el final de lo que era la principal fuente de ingresos bancarios: la inflación, mientras que se ponen las bases que reorientarán al sector hacia nuevas actividades, en medio de un proceso en el que los bancos brasileños enfrentan serias dificultades financieras. Como se analiza más adelante, en el quinto apartado de este capítulo, la amenaza de una crisis bancaria generalizada propicia la denominada reestructuración del sistema financiero: primero se inyecta un gran volumen de recursos públicos y después se privatiza, vendiéndose al capital extranjero buena parte de los bancos nacionales. Pero, previamente, se necesita legalizar la entrada de inversiones directas en el sector financiero, lo que se hace en 1995. Poco después se abren al capital internacional otros sectores que hasta entonces también se consideraban de "prioridad nacional", como la energía y las telecomunicaciones, de modo que a finales de 1996, una vez legalizada la participación del capital foráneo en estos sectores, se acometen las privatizaciones más importantes.

7.2. Liberalización comercial

Entre 1987 y 1992 Brasil elimina la mayor parte de los mecanismos de protección comercial que permitieron el desarrollo de su industria nacional²³⁷. El gobierno reduce drásticamente el grado de protección arancelaria: en estos años la tarifa media efectiva sobre las importaciones cae del 67,8% al 17,7% (gráfico 22)²³⁸. También elimina diversas

²³⁶ De los seis tipos de bonos emitidos sólo dos implican la entrada de nuevos recursos. Recogemos las particularidades de cada tipo de bono en la tabla 1 del anexo.

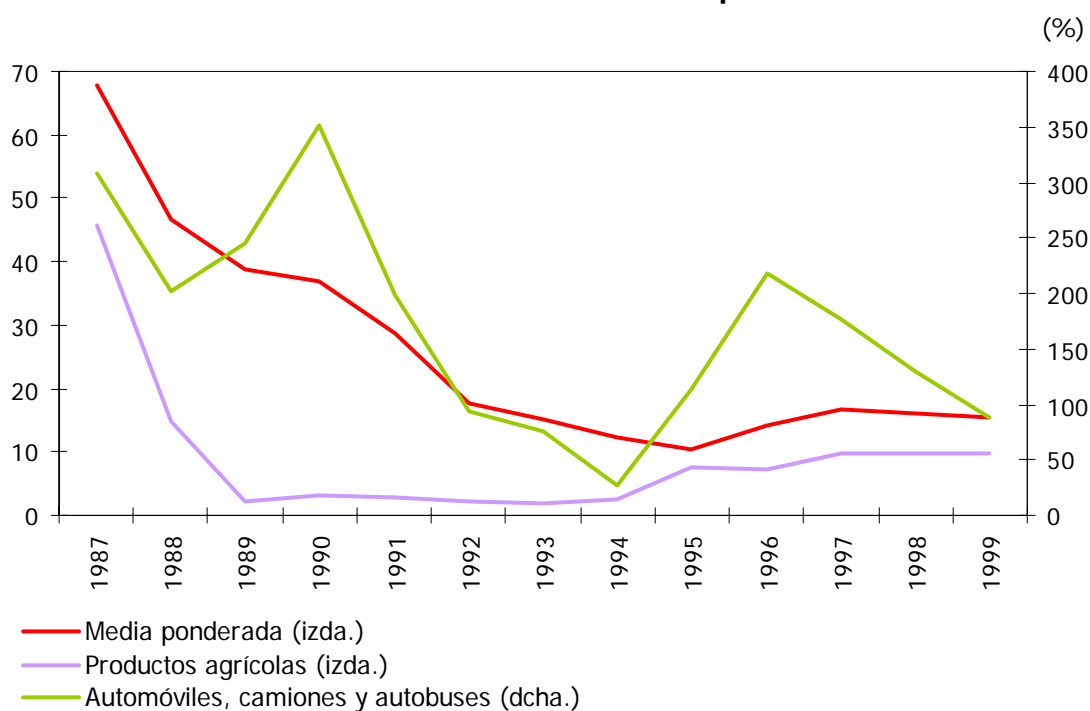
²³⁷ Se puede consultar Moreira y Correa (1996), Averbug (1999), Castelar *et al.* (2001) y Abreu (2004).

²³⁸ La tarifa media nominal desciende del 54,9% al 14,1%.

barreras no tarifarias, un mecanismo que había sido muy eficaz para la contención de las importaciones²³⁹.

Los primeros pasos del proceso se acometen entre 1988 y 1989, concentrándose en la reducción tarifaria. El gobierno de José Sarney (1985-1990) rebaja la incidencia impositiva mediante la eliminación de la denominada "redundancia tarifaria" (que cae del 41,2% al 17,8%), y la brusca disminución de tarifas, especialmente las correspondientes a los bienes primarios: los productos agrícolas pasan de una tarifa del 45,8% al 2,2% y los mineros del 16,9 al 4,6%. Como consecuencia, según recoge el gráfico 22, entre 1987 y 1989 la tarifa media efectiva desciende considerablemente, del 67,8% al 38,8%.

Gráfico 22
Tarifas efectivas sobre las importaciones: 1987-1999



Datos tomados de Averbug (1999: 29-32).

La tarifa media se pondera según el valor añadido de cada sector.

El gobierno de Collor de Mello (1990-1992) profundiza la liberalización durante los primeros años noventa, eliminando el grueso de las barreras no arancelarias vigentes (Castelar *et al.*, 2001): suprime el denominado Anexo C (que prohíbe la importación de cerca de 1.300 productos); suspende los Regímenes de Importación Especiales (a

²³⁹ Destacaban la *Lei do Similar Nacional*, que recoge la lista de productos cuya importación no se permite, así como múltiples programas que requieren la obtención de licencias específicas para importar ciertos productos.

excepción de la Zona Franca de Manaus); y elimina las restricciones sobre las importaciones de productos informáticos. Igualmente, prosigue con la reducción de las tarifas, para lo cual define un cronograma a aplicar en 1990-1994 cuya implementación, sin embargo, se acelera: según recoge el gráfico 22, en 1992 el desarme tarifario es muy profundo ya que la tarifa media efectiva es del 17,7%. Esta reducción resulta particularmente intensa en la industria, que hasta entonces registraba una protección selectiva muy importante. Las importaciones de maquinaria y tractores pasan de estar protegidas con un tarifa del 41,5% a otra del 22,1%, las de equipos eléctricos del 62,5% al 32,1% y la industria automotriz del 351,1% al 93,5%. Al mismo tiempo, en 1990 se eliminan buena parte de los subsidios y se reducen notablemente otros incentivos que estimulan las exportaciones: su peso sobre el PIB cae del 3,1% en 1981-1984 al 1,3% en 1990-1991 (ibid.: 9).

A partir de 1994, tras esa intensa caída del nivel de protección comercial, el proceso de liberalización se ve afectado por la actuación de dos fuerzas contrapuestas. De una parte, la entrada masiva de importaciones es en una piedra angular de la lucha antiinflacionaria, lo que incentiva el que continúe la liberalización. Y por otra, las presiones de la patronal industrial, en particular la de los sectores más afectados por la liberalización comercial, pugnan en sentido antagónico²⁴⁰. La suma de ambas fuerzas determina desde entonces una política ambivalente sobre importaciones: mientras la protección de los productos con mayor participación en los índices de precios se reduce hasta prácticamente desaparecer (entre el 0-2%), los empresarios perjudicados con mayor capacidad de presión consiguen detener el proceso en algunos segmentos específicos. El caso más significativo es el del sector del automóvil, que históricamente mantiene el grado de protección nominal y efectiva más elevado, de manera que, como se aprecia en el gráfico 22, la reducción tarifaria registrada en este sector hasta 1994 se revierte en los años siguientes. No obstante, aunque las "conquistas" proteccionistas de esos segmentos del empresariado repercuten en un cierto incremento de la tarifa media (del 10,4% al 16,6% entre 1995 y 1997), se trata de movimientos de importancia menor dentro de lo que ya es una economía desprovista de instrumentos efectivos de protección comercial.

²⁴⁰ Sobre la reacción de la patronal frente a la liberalización comercial se puede consultar Boito Jr. (1999: 61-65) y Gremaud *et al.* (2002: 540-541).

7.3. Apertura financiera

La apertura financiera se desarrolla también entre el final de la década de los ochenta y los primeros noventa²⁴¹. Al concluir los años ochenta Brasil ya cuenta con mecanismos que permiten un alto grado de libertad para la entrada y salida de capital extranjero, tanto en forma de crédito bancario como de inversiones directas. Sin embargo, el capital internacional que cuenta con mayores posibilidades de dirigirse al país (las inversiones en cartera), que es la fórmula predominante elegida por los inversores en el nuevo contexto financierizado, se topa con una legislación más rígida (Sicsú 2007a: 186). Es por ello que la mayoría de las medidas adoptadas se concentran en este ámbito para eliminar los obstáculos a la entrada y salida de inversiones en cartera (acciones y bonos) en el mercado financiero nacional y, a la vez, para permitir que los residentes en Brasil puedan emitir títulos en los mercados internacionales.

Estos objetivos necesitan la apertura plena de la cuenta financiera de la balanza de pagos y también la posibilidad de que se puedan realizar transacciones con moneda extranjera en el interior del país. La paulatina convertibilidad de la moneda se inicia bajo el mandato de Sarney, con la creación de un mercado de cambio flexible para el sector del turismo, y se completa a lo largo de los años noventa. El nuevo *mercado de câmbio de taxas flutuantes* (MCTF), coloquialmente denominado "dólar-turismo", permite a las instituciones financieras y a las entidades que trabajan en el sector turístico "*la realización de operaciones de cambio a tasas libremente convenidas entre las partes (...)*"²⁴². Conviven así dos mercados: de una parte, el de cambio comercial, donde se negocia la moneda utilizada en operaciones de exportación e importación y de salida y entrada de capital extranjero según el tipo de cambio fijado por el banco central; y de otra parte, el nuevo MCTF, donde las instituciones autorizadas negocian entre ellas el tipo de cambio. Esa dualidad facilita la práctica liberalización del tipo de cambio, ya que paulatinamente se van flexibilizando los límites para comprar divisas en el MCTF y se legalizan e incluyen en él las operaciones que antes se realizaban en el mercado negro (Sicsú, 2006: 224-225)²⁴³.

²⁴¹ Sobre este tema recomendamos Freitas (1999), Puga (1999), Studart (2000), Freitas y Prates (2001), Andrezo y Lima (2002: 207-223) y Sicsú (2006 y 2007a).

²⁴² La creación del MCTF se aprueba en 1988 con la Resolución n° 1.552 del CMN. Las normas que regulan las operaciones de cambio hasta marzo de 2005 se pueden consultar en <http://www.bcb.gov.br/rex/CNC/ftp/cnc.pdf>. Las modificaciones posteriores se encuentran en el Título Primero del *Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais*, accesible en <http://www.bcb.gov.br/rex/rmcci/port/rmcci.asp>.

²⁴³ La efectiva liberalización del tipo de cambio se institucionaliza en 1999, cuando el BCB deja de definir el tipo de cambio en el mercado comercial y las cotizaciones de ambos mercados se unifican. En septiembre de 2005 se avanza un paso más y se abandona la cobertura cambiaria para las exportaciones (Sicsú 2007a).

Paralelamente, a partir de 1987 se van eliminando otros obstáculos que dificultan la entrada y salida de inversiones en cartera, mediante la creación de instrumentos específicos para cada segmento del mercado (mercado monetario, acciones y títulos de renta fija)²⁴⁴. La Resolución n° 1.289 que el *Conselho Monetário Nacional* (CMN) publica en marzo de 1987 es el primer paso importante en esta dirección. La norma prevé la entrada de capital internacional en el mercado de valores del país, estableciendo una permanencia mínima de 90 días y algunos requisitos sobre la composición de carteras de los inversores extranjeros²⁴⁵. Las sucesivas modificaciones y ampliaciones de esta normativa extienden la apertura a otros segmentos del mercado financiero. Destaca la formulación en 1992 del denominado Anexo IV, que permite al capital extranjero el acceso directo a la bolsa brasileña sin necesidad de crear vehículos colectivos para ello y conservando las exenciones fiscales previstas en la norma de 1987²⁴⁶. Tampoco se establecen restricciones significativas sobre la composición de las carteras (incluidas las compras de activos de renta fija y de derivados), ni un plazo mínimo de permanencia. En definitiva, desde 1992 existe la posibilidad legal de que cualquier tipo de inversor extranjero participe de forma directa en el mercado brasileño de valores (tanto primario como secundario), sin ninguna limitación relevante sobre su composición, capital mínimo y/o inicial, ni período de permanencia. Complementariamente, en estos años se facilita enormemente la emisión de títulos brasileños en los mercados internacionales²⁴⁷.

Otro paso definitivo en el proceso de apertura financiera es lo que la literatura especializada identifica como la deformación de las cuentas CC5 (Sicsú, 2006: 225-234), creadas décadas atrás, como se explica en el capítulo 3, por el gobierno militar. En 1992, mediante las Circulares n° 2.242 y n° 2.259, el BCB establece un ingenioso mecanismo a través del cual prácticamente cualquier agente (residente o no residente, persona física o jurídica) puede sacar recursos del país como si fuese “no residente”, con lo que se completa la liberalización de las salidas financieras: pueden realizarse sin límite alguno y con independencia de los ingresos que el supuesto “no residente” hubiera efectuado con anterioridad en el país. En definitiva, estas cuentas permiten realizar transacciones financieras entre Brasil y el resto del mundo sin ninguna restricción y sin someterse prácticamente a ningún control: las transferencias inferiores a 10.000 reales no precisan

²⁴⁴ Las leyes que regulan las entradas y salidas de capital extranjero se encuentran en <http://www.bcb.gov.br/?LEIS>. En los últimos años la apertura no se realiza mediante leyes, sino a través de las normativas del CMN y el BCB, accesibles en <http://www.bcb.gov.br/?CAMBIONORMA>.

²⁴⁵ Lo más significativo de esta normativa es que permite que los inversores extranjeros inviertan en Brasil a través de la constitución de fondos de inversión en el país (es el denominado Anexo II: *Fundo de Investimento-Capital Estrangeiro*, FICE).

²⁴⁶ Consultar la Resolución n° 1.832/91 del CMN y la Instrucción n° 169/92 de la CVM.

²⁴⁷ Mediante las Resoluciones n° 1.289 y 1.927 del CMN, ambas de 1992. Esta última se conoce como Anexo V.

cumplir ningún trámite ni requisito, mientras que las superiores sólo tiene que informar sobre el destino y origen de los recursos. Las CC5 se convierten en una vía rápida y de “emergencia” para la apertura financiera, a la vez que en el mecanismo fundamental para la evasión fiscal y el blanqueo de dinero.

En conclusión, a la altura de 1994 Brasil es un espacio abierto al capital financiero internacional: el capital (extranjero y nacional) entra y sale con toda libertad, y los agentes domiciliados en el país no tienen obstáculos para adquirir recursos mediante la emisión de títulos en los mercados internacionales²⁴⁸. En los años siguientes se suprimen otros elementos regulatorios muy específicos, pero igualmente relevantes dentro de la estrategia para emergentes. Entre ellos, destaca la eliminación de la legislación que protegía del capital extranjero a sectores considerados estratégicos (que se privatizan en los años siguientes), la flexibilización de los requisitos para la compra de títulos públicos y la mejora paulatina del tratamiento fiscal que reciben los inversores internacionales.

7.4. Un nuevo contexto monetario y financiero: el *Plano Real*

En junio de 1994, tras dos años recibiendo flujos de capital internacional, Brasil cuenta con “credibilidad”, traducida en un nivel suficiente de reservas de divisas, para lanzar un programa de estabilización monetaria coherente con los planteamientos del FMI: el *Plano Real*²⁴⁹. Para modificar el marco monetario y financiero del país, en primer término, es obligatorio que afronte el arraigado y grave problema de la inflación. Pero al mismo tiempo que trata de controlar el crecimiento de los precios internos, la política monetaria, basada en elevados tipos de interés y en una estabilidad del tipo de cambio nominal que permite la apreciación real de la moneda ante el exterior, sirve al objetivo estratégico de atraer capitales internacionales.

²⁴⁸ La validación de esta realidad se produce en 2000: se extinguen las modalidades de inversión previstas exclusivamente para extranjeros (a excepción de los Anexos III y V) y se permite explícitamente el ingreso y tránsito libre de cualquier tipo de inversión extranjera a todos los activos financieros disponibles en el mercado brasileño. También se termina de flexibilizar la emisión de títulos brasileños en el exterior, eliminándose la normativa que la regulaba así como la exigencia de autorización por parte del BCB.

²⁴⁹ El *Plano Real* se instituye el 27 de febrero de 1994 mediante la *Medida Provisória* n° 434 del entonces presidente Itamar Franco. El 29 de junio la *Medida Provisória* n° 539 avanza las medidas que se pondrán en práctica, que se convierten un año después, ya bajo el mandato presidencial de Cardoso, en la *Lei do Plano Real* (Ley n° 9.069). Sobre el contenido y la aplicación del *Plano Real* recomendamos Benjamin *et al.* (1998: 37-55), Lacerda (2001: 19-78), Carneiro (2002: 357-398), Belluzzo y Almeida (2002: 361-403), Rego y Marques (2003: 224-232), Giambiagi *et al.*, (2005: 166-195) y Bresser-Pereira (2007).

Ese proceso se lleva a cabo en dos fases. En primer lugar, se realiza un cambio de patrón monetario que logra aniquilar el componente inercial de la inflación. Una vez corregido ese componente, se establece un nuevo engranaje monetario y financiero mediante la conjugación de las denominadas “anclas”.

7.4.1. Cambio de patrón monetario

El *Plano Real* prevé una ingeniosa transición que permite la creación de una nueva unidad monetaria libre de la inercia inflacionaria que venía alimentado el desorden monetario del país. Este cambio se efectúa en varios pasos. Primero, se indexan los precios y los salarios a una unidad monetaria nueva (*Unidade Real de Valor*, URV), que posteriormente se convierte en una unidad monetaria no indexada. Desde entonces, todos los precios de la economía pasan a denominarse en URV, aunque las transacciones siguen realizándose con la moneda antigua (*cruzeiro real*). La inflación no altera los precios denominados en URV, que se mantienen estables; para que estos precios sean “reales”, se va ajustando la relación entre la moneda nueva y la antigua. En esta fase el banco central emite informes diarios con la cotización de la URV, es decir, con la desvalorización que va acumulando el *cruzeiro real*. Y progresivamente, los precios básicos de la economía comienzan a fijarse según esta cotización: se empieza por los salarios²⁵⁰ y los beneficios sociales, y se extiende posteriormente a los precios privados, a los contratos pre y posfijados, a los contratos financieros, y a las tarifas y precios públicos.

Al cabo de tres meses la economía brasileña se encuentra completamente indexada a la nueva moneda, que sigue ejerciendo sólo la función de unidad de cuenta, pues el *cruzeiro real* se utilizaba todavía como medio de intercambio. La desagregación de las funciones monetarias no introducía dificultades prácticas significativas, debido a que la población brasileña había desarrollado durante los años ochenta una gran habilidad para efectuar sus ingresos y pagos con las funciones monetarias escindidas. Dicha escisión permite –y ahí radica la clave del éxito del cambio de patrón monetario– que la inflación lastre la moneda antigua mientras que la URV permanece “limpia” de inflación inercial. Así, se elimina la indexación retroactiva que nutría aquella inercia inflacionaria. De modo complementario, se van eliminando los mecanismos de corrección monetaria presentes en la economía, declarándose ilegal cualquier corrección con una periodicidad inferior a un año. La transición se considera completa cuando la mayor parte de los precios se denomina en URV y la mayor parte de mecanismos de corrección monetaria han

²⁵⁰ Los salarios se reajustan según la cotización media cuatrimestral, lo cual supone que en este período se acumule una pérdida salarial considerable, que se añade a la sufrida durante los años ochenta.

desaparecido. El 1 de julio de 1994 la URV pasa a denominarse “real” (R\$) y comienza a ejercer las tres funciones básicas de la moneda: unidad de pago, de reserva y de cuenta.

7.4.2. Un nuevo contexto basado en las “anclas”

Una vez detenida la escalada inflacionaria se trata de mantener el control de precios a lo largo del tiempo, a la vez que se favorece la entrada de capital extranjero. El *Plano Real* logra ambos objetivos mediante la combinación de tres “anclas”²⁵¹: la cambiaria, la monetaria y la fiscal. En realidad, como en el caso de otros países emergentes que aplican programas de estabilización de este tipo, las anclas se combinan de dos en dos. Primero, el programa se apoyó en el uso de la política cambiaria y monetaria; y después, según abordamos en el capítulo 9, una vez que en 1999 quiebra la paridad cambiaria, entra en juego el ajuste fiscal junto con la política monetaria.

En efecto, aunque “en teoría” el plan de estabilización lanzado en 1994 pregona el ajuste de las cuentas públicas, en la práctica el ancla fiscal no se implementa hasta 1999. En su primera fase el *Plano Real* incluye el denominado *Programa de Acción Inmediata (PAI)*, que declara perseguir “*el establecimiento del equilibrio de las cuentas del gobierno, con el objeto de eliminar la principal causa de la inflación brasileña*”²⁵². Coherente con esa retórica, el PAI anuncia una serie de medidas fiscales, entre las que destacan la creación del *Fundo Social de Emergência (FSE)*, que libera el uso de ciertos ingresos fiscales²⁵³; del *Fundo de Amortização da Dívida Pública (FADP)*, creado para amortizar deuda mobiliaria del *Tesouro Nacional*; y del *Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF)*, conocido como “impuesto cheque”, que se crea con una alícuota del 0,25% sobre los movimientos financieros²⁵⁴.

Pero, según analizamos en el capítulo 8, estas medidas no redundan en un ajuste efectivo de las cuentas públicas que, por el contrario, se desequilibran tras la puesta en marcha del *Plano Real*. Por ello, en estos primeros años el control de la inflación prescinde del ajuste fiscal y se logra gracias a una eficaz combinación: tipo de cambio estable en términos nominales y apreciado en términos reales, y tipos de interés extremadamente elevados.

²⁵¹ La terminología de las “anclas” es habitual entre los autores especialistas en esta materia.

²⁵² Véase el Mensaje Interministerial n° 205 del 30 de junio de 1994.

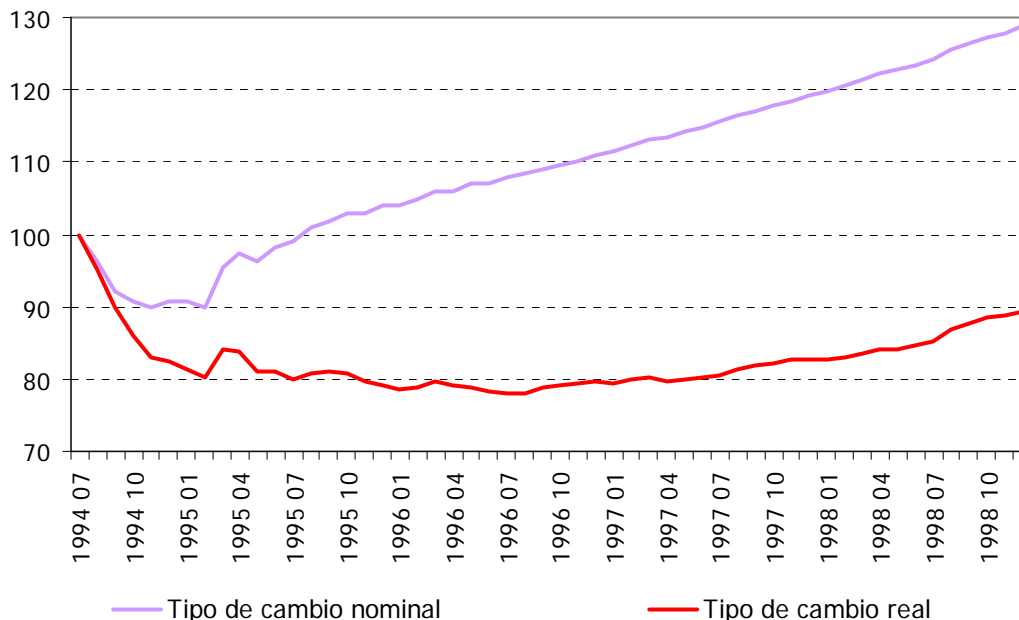
²⁵³ Se libera (o se “desprotege”) el destino de en torno un 20% de los recursos presupuestarios cuyo uso estaba establecido en la Constitución de 1988.

²⁵⁴ Posteriormente pasa a denominarse *Contribuição Provisória sobre Movimentações Financeiras (CPMF)*.

Según prevén las recomendaciones para países emergentes, una moneda cara respecto al dólar asegura el control de la inflación porque abarata las importaciones y supone una conversión favorable en moneda extranjera de los ingresos obtenidos en moneda nacional. Por esa razón, la estabilidad del valor nominal de la moneda favorece la entrada de ahorro externo, ya que, ante expectativas de ganancias, garantiza que los capitales extranjeros podrán convertir en divisas y de forma ventajosa esas ganancias que obtienen en moneda nacional.

Con este doble objetivo, el gobierno comienza con una fortísima apreciación: entre julio y noviembre de 1994 la moneda brasileña incrementa su valor relativo en dólares en más un 10%, lo que supone una apreciación real de casi un 17%. Tras esta apreciación inicial, el gobierno defiende durante unos meses el tipo de cambio nominal, lo cual, ante una abundante entrada de recursos externos y un suave crecimiento de los precios (pero por encima de los niveles medios internacionales), ahonda el efecto de la intervención inicial. Así, según recoge el gráfico 23, el valor externo de la moneda mantiene una apreciación real acumulada próxima al 20%²⁵⁵.

Gráfico 23
Tipo de cambio R\$/US\$: 1994-1998
(números índice, base 100 en julio de 1994)



Elaboración propia a partir de datos de FMI (*International Financial Statistics*).

El tipo de cambio real se calcula multiplicando el tipo nominal por el cociente de los índices de precios al consumo de EEUU y de Brasil, para lo cual se utiliza el *Consumer Price Index* (CPI) y el *Índice de Preços ao Consumidor Amplo* (IPCA) respectivamente. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

²⁵⁵ Tomando números índices con base en julio de 1994, en febrero de 1995 el tipo de cambio real toma un valor de 80,2.

En marzo de 1995, todavía bajo los efectos de la crisis mexicana que estalló en diciembre de 1994, la política cambiaria deja de defender un tipo de cambio fijo y pasa a definirse mediante un esquema de bandas de fluctuación que prevé una devaluación nominal de aproximadamente un 7% anual. Sin embargo, esta desvalorización no permite compensar la apreciación acumulada durante los meses anteriores. Según recoge el gráfico 22, el tipo de cambio real permanece hasta el final de 1997 un 20% por debajo del nivel registrado en julio de 1994; y aunque durante 1998 se deprecia, aún mantiene una apreciación superior al 10%. Por tanto, esa política cambiaria es un componente fundamental del nuevo contexto monetario y financiero.

Por otra parte, la severidad en política monetaria es una constante desde el lanzamiento del *Plano Real*. Además de contribuir al control de los precios limitando el crecimiento del crédito y la magnitud de la base monetaria, el mantenimiento de unos elevadísimos tipos de interés es un factor crucial para la captación de capital extranjero. Aunque varía su forma de implementación (definición de bandas para el tipo de interés en un principio y de las metas de inflación posteriormente) y de la intensidad de su uso (que se agudiza a partir de 1999), el restringido crecimiento de la oferta de dinero y los estratosféricos tipos de interés pasan a ser elementos centrales y permanentes.

Las medidas de control monetario que se aplican son diversas²⁵⁶. Por un lado, se establecen metas trimestrales muy estrictas para la emisión de moneda: 7.500 millones de reales hasta el 30 de septiembre de 1994, 8.500 millones hasta diciembre, y 9.500 millones hasta marzo de 1995²⁵⁷. También se restringe el mercado de crédito con el objeto de moderar su crecimiento: se impone un depósito obligatorio del 100% sobre las captaciones adicionales del sistema financiero y se reduce el número de entidades financieras que pueden realizar ciertas operaciones, como las de crédito con empresas de *factoring* o la financiación de la adquisición de bienes y servicios a través de tarjetas de crédito. Por otro lado, como hemos insistido, la autoridad monetaria aplica una política de tipos de interés absolutamente restrictiva.

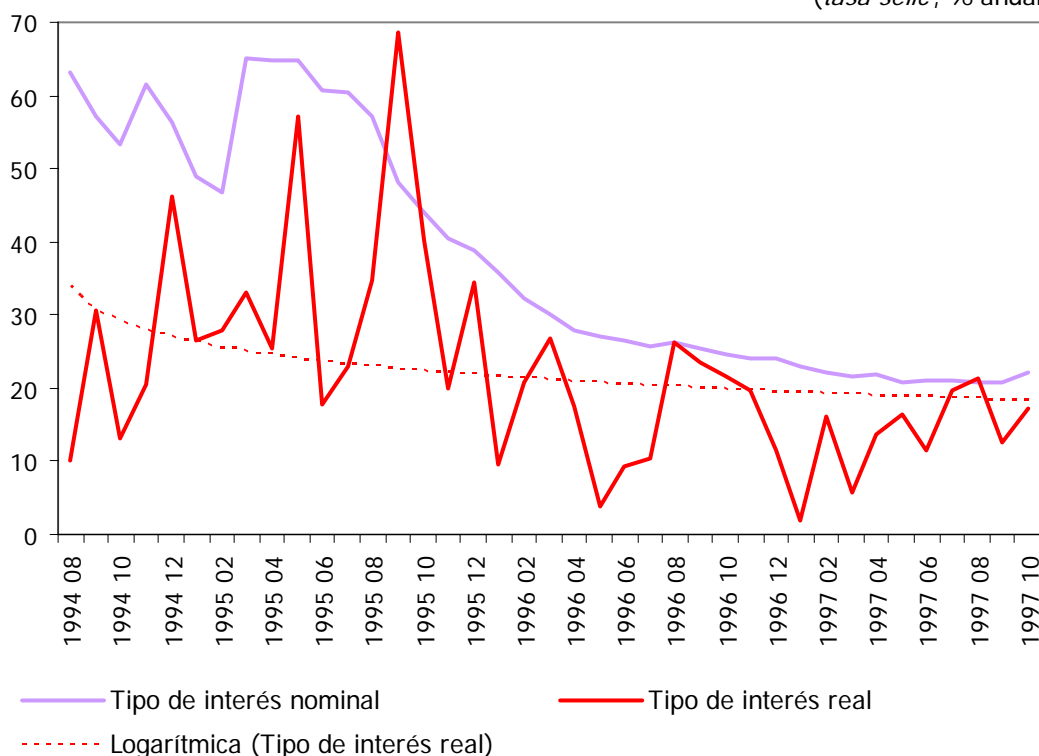
Como resultado, tras el lanzamiento del *Plano Real* los tipos de interés brasileños pasan a estar entre los más altos del mundo. El tipo nominal anota valores en torno al 60% anual durante el primer año (el promedio anual entre agosto de 1994 y de 1995 es del

²⁵⁶ Para más detalles sobre la gestión monetaria de este período se pueden consultar las retrospectivas anuales de ANDIMA (1995-2007).

²⁵⁷ Las dos últimas metas trimestrales se revisan al alza posteriormente, pero dentro de los límites de una política muy restrictiva.

58,5%)²⁵⁸. Posteriormente, una vez superados los estragos de la crisis mexicana y hasta que a finales de 1997 nuevas turbulencias financieras internacionales vuelven a sacudir al país, inicia una bajada progresiva, si bien, como recoge el gráfico 24, los tipos nominales no dejan de mantenerse siempre por encima del 20% anual²⁵⁹. Estos niveles, en un contexto de inflación moderada, determinan que los tipos de interés reales sean también elevados (como muestra la línea de tendencia del gráfico), arrojando un promedio del 22,2% entre agosto de 1994 y septiembre de 1997, constatándose dos fases claramente definidas: hasta finales de 1995 los tipos reales son muy superiores, llegando a superar el 50%, mientras que a partir de esa fecha se sitúan entre el 10% y el 20%, lo que en todo caso siguen siendo tipos ciertamente altos.

Gráfico 24
Tipo de interés: 1994-1997
(*tasa selic*, % anual)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Mercado Financeiro e de Capitais*). Se utiliza la *tasa selic*, y se obtiene el tipo de interés real deflactando por el IGP-DI.

²⁵⁸ Recordamos que el tipo de interés que se utiliza como referencia es la *tasa selic* que publica el BCB (*Boletim, Mercado Financeiro e de Capitais*). Para obtener el tipo de interés real deflactamos por el IGP-DI. Los tipos de interés los damos siempre en % anual.

²⁵⁹ A partir del segundo semestre de 1996 este descenso es gestionado por el *Comitê de Política Monetária* (Copom), que desde entonces determina el intervalo para la *tasa selic* delimitando su límite inferior mediante la TBC (*Tasa Básica do Banco Central*) y su límite superior a través de la TBAN (*Tasa de Assistência do Banco Central*).

7.5. Reestructuración del sistema financiero: salvamento, apertura al capital extranjero y privatización

7.5.1. Amenaza de crisis generalizada y saneamiento del sector bancario

Según hemos avanzado, el capital financiero brasileño es favorable a la estrategia neoliberal, si bien en un primer momento ésta le genera una situación complicada. El sector bancario nacional se expandió durante la “década perdida” aprovechándose de la inflación, de modo que con el *Plano Real* desaparece su fuente de negocio fundamental. Hay que considerar que el denominado “ingreso inflacionario”, que desaparece en 1995, supone más de un 40% del valor añadido imputado a las entidades bancarias en los años anteriores²⁶⁰. Este hecho trata de ser compensado por el gobierno permitiendo que los bancos cobren las tarifas que consideren oportunas, pero esto no evita que algunos bancos entren en crisis y el sistema se vea amenazado por la posibilidad de quiebras bancarias encadenadas.

En un primer momento, ante la repentina desaparición de su principal fuente de ingresos, el sector reacciona con un aumento de los créditos que concede. Los elevados tipos de interés, por encima del 30% e incluso del 50% en 1994-1995 en términos reales, son prohibitivos para la mayoría de las empresas y de la población, por lo que los bancos optan por relajar notablemente los análisis de riesgo pertinentes. Esta situación se vuelve insostenible cuando los niveles de impago y demora comienzan a alcanzar proporciones peligrosas y la respuesta gubernamental frente a la crisis mexicana encarece más el precio del dinero (Carvalho, 2000b: 12). Además, la adhesión de Brasil al Acuerdo de Basilea en 1994 endurecerá los requerimientos legales de capital mínimo y de reservas, lo que añadirá dificultades adicionales para el sector (Puga, 1999: 419). Como resultado, empiezan a proliferar las entidades bancarias, tanto públicas como privada, con serias dificultades financieras, por lo que cuando (en agosto de 1995) el banco central interviene *Banco Econômico*, se extiende la sospecha de una posible crisis generalizada. Finalmente, la crisis bancaria no es tan fuerte como se temía, pero entre 1994 y 1995 veintiocho bancos son liquidados, intervenidos, o sometidos a regímenes de administración especial temporal (Goldfajn *et.al*, 2003: 13) y el conjunto del sector registra pérdidas equivalentes al 7,7% de su patrimonio en 1995, y al 11,4% al año siguiente²⁶¹.

²⁶⁰ Promedio en 1991-1992 según datos de ANDIMA (1997: 4).

²⁶¹ Cálculos a partir de datos del BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*).

Esa crítica situación del sector bancario coincide con las presiones externas y con la determinación del gobierno de Fernando Henrique Cardoso (1995-2002) que apuestan por privatizar y favorecer la entrada del capital extranjero en dicho sector. La coyuntura, por tanto, favorece una “reestructuración” acorde con la estrategia para países emergentes.

El proceso comienza con el saneamiento mediante dinero público de las entidades bancarias con problemas. A finales de 1995 se lanza el *Programa de Estímulo à Reestruturacão e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional* (PROER), que concede importantes incentivos fiscales y crea una línea de crédito para financiar el salvamento de las entidades privadas en situación crítica²⁶². Los bancos que se acogen a la reestructuración subvencionada pueden diferir hasta diez semestres los gastos derivados de ésta y disfrutan de una exención temporal para cumplir con los requisitos sobre capital mínimo establecidos en el Acuerdo de Basilea (Puga, 1999: 419). Mediante este mecanismo, el PROER inyecta a los bancos privados recursos públicos por valor de 21.000 millones de reales (aproximadamente el 3,8% del PIB) a cambio de créditos problemáticos²⁶³.

Los bancos públicos, tanto los federales como los estatales²⁶⁴, también necesitan operaciones de saneamiento de gran envergadura. Los primeros arrastran problemas financieros bastante serios, hasta el punto de que en 1995 todos menos uno (*Banco da Amazônia*) tienen un patrimonio neto inferior al legalmente establecido. La primera gran inyección de dinero público a un banco federal se realiza en 1996, cuando se le reconocen a *Banco do Brasil* pérdidas debidas a activos de mala calidad por valor de 8.000 millones de reales²⁶⁵. También destacan las operaciones en *Caixa Econômica Federal* y *Banco Meridional*. No obstante, los recursos empleados para salvar a la banca federal son insuficientes, de forma que en junio de 2001 se tiene que lanzar un nuevo programa que destina ayudas adicionales a *Banco do Brasil* y *Caixa Econômica Federal*, además de a *Banco do Nordeste* y *Banco do Amazônia*. Por su parte, el salvamento de los bancos públicos estatales se realiza simultáneamente a su privatización, como abordamos más adelante en el apartado 7.5.3.

²⁶² El PROER se lanza en noviembre de 1995. Antes de esta fecha se aplican otras medidas que no consiguen solventar las dificultades de los bancos privados. Sobre este tema se puede consultar Puga (1999: 415-426) y Andrezo y Lima (2002: 251-255).

²⁶³ El grueso de los recursos los reciben *Econômico* (6.600 millones de reales), *Nacional* (6.100) y *Bamerindus* (5.900). Véase Puga (1999: 429).

²⁶⁴ El término estadual hace referencia a los Estados que conforman la República Federal de Brasil.

²⁶⁵ Sobre el saneamiento de los bancos federales se puede consultar Puga (1999: 431), Andrezo y Lima (2002: 241) y Goldfajn *et al.* (2003: 18).

7.5.2. Apertura a los bancos extranjeros

En este contexto, de *cuasi* crisis bancaria generalizada, el gobierno apuesta por la entrada de entidades extranjeras como una salida que, según propone la estrategia para países emergentes, solventará varios problemas a la vez²⁶⁶. Por un lado, se argumentaba que la adquisición de bancos con problemas por parte de inversores internacionales aliviaría la carga financiera que suponía para el banco central hacerse cargo de los pasivos problemáticos. No obstante, hay que señalar que esos bancos extranjeros exigen que los bancos con dificultades sean saneados con dinero público antes de adquirirlos. Además, se preveía que la venta del negocio bancario al capital extranjero iba a ser un mecanismo eficaz para atraer ahorro externo y contribuir a incrementar las entradas de inversiones directas, flujos que en principio son más estables que las inversiones en cartera. Por último, se defendía que la entrada de bancos extranjeros supondría importantes aportaciones de tecnología, capital humano y acceso a recursos externos, incrementando la competencia en el sector y facilitando la necesaria modernización que la crítica situación de esos años evidenciaba.

Por tanto, se produce la convergencia de dos tendencias que presionan en la misma dirección: la privatización y la entrada de capital extranjero en los bancos brasileños. De un lado, el contexto interno facilita la difusión de ese discurso favorable y, de otro lado, los bancos de los países desarrollados están interesados en penetrar el mercado brasileño. En efecto, según planteamos en el capítulo 6, las crisis bancarias de los primeros noventa y los síntomas de agotamiento de sus mercados tradicionales impulsan a los bancos occidentales a reforzar su posicionamiento en mercados no habituales, destacando entre ellos el subcontinente latinoamericano (Studart 2000: 22 y Paula, 2003: 163-164 y)²⁶⁷.

En particular Brasil, cuyo peso económico supone casi la mitad del PIB de la región, es un destino especialmente atractivo para los bancos extranjeros. Es un mercado de dimensiones continentales y con elevado potencial de crecimiento debido a que gran parte de la población no accede a los servicios bancarios o lo hace de forma marginal. Además, los niveles de eficiencia del sector bancario son reducidos, y los márgenes de beneficios superiores a los niveles internacionales (Carvalho, 2000b: 8). Por último, las condiciones

²⁶⁶ Sobre el discurso gubernamental a favor de la entrada de grupos bancarios extranjeros recomendamos consultar la Resolución nº 2.212 del BCB, así como Studart (2000) y Freitas y Prates (2001).

²⁶⁷ El sector bancario latinoamericano presenta atractivos innegables: permite la participación en procesos de privatización en condiciones muy favorables; los márgenes de beneficio son más elevados que en Europa; el precio de mercado de las entidades es inferior; y es un mercado con gran potencial de crecimiento. Mientras en estos años el crédito concedido sobre el PIB se sitúa entre el 70% y el 80% en Europa y EEUU, ni siquiera alcanza el 30% en Latinoamérica (Paula, 2003: 164).

de compra son muy favorables porque la crisis hunde el valor de mercado de muchas entidades²⁶⁸ y porque el Estado brasileño subvenciona buena parte de las compras. Incluso una vez que las entidades son saneadas con dinero público, antes de salir a la venta, los bancos extranjeros realizan compras selectivas, de manera que adquieren los activos “sanos” y dejan al BCB los problemáticos (ibid.: 13). En estas condiciones, no resulta sorprendente que, una vez que el gobierno lo permite, se produzca literalmente una “avalancha” de bancos extranjeros que quieren entrar en Brasil.

Ante esa confluencia de una coyuntura interna favorable y unos fuertes intereses externos, en 1995 Cardoso emprende la apertura del sector a los bancos extranjeros, suprimiendo a toda velocidad los elementos legales que lo protegían²⁶⁹. En agosto de ese año, haciendo una interpretación muy cuestionada del texto constitucional, el gobierno declara la entrada y/o la ampliación de la participación extranjera en el sistema financiero nacional una cuestión de “interés nacional”²⁷⁰. Consiguientemente, ésta sólo requiere la autorización del presidente de la República. Este mecanismo de entrada se utiliza por primera vez en 1996, para permitir que *HSBC*, con el apoyo financiero del PROER, adquiriera *Bamerindus*, que en aquel entonces era el cuarto banco privado del país. Este primer caso marca el punto de inflexión de la apertura definitiva del mercado bancario al capital foráneo. La avalancha de bancos extranjeros es tal que en 1997 el banco central se ve en la obligación de “recordar” que, aunque sea un trámite formal, sigue siendo necesaria la autorización presidencial²⁷¹.

7.5.3. Privatizaciones bancarias

Una vez que los bancos públicos se han saneado, y que la entrada de bancos extranjeros se ha legalizado, se acometen las grandes privatizaciones bancarias. Entre 1997 y enero de 2002 el Estado vende cuatro bancos federales, por un valor total de 4.191 millones de dólares, y ocho estatales, que suponen 2.138 millones de dólares de ingresos²⁷².

²⁶⁸ En efecto, el grueso de las adquisiciones y fusiones de estos años tienen como objeto entidades bancarias en quiebra o en una situación de gran fragilidad financiera (Paula, 2003: 165).

²⁶⁹ Aunque el gobierno militar permitió que los bancos extranjeros operaran en segmentos específicos, la apertura de sucursales extranjeras permanece muy limitada hasta estos años. Sobre este tema se puede consultar Freitas (1999), Puga (1999: 425) y Freitas y Prates (2001: 95-97).

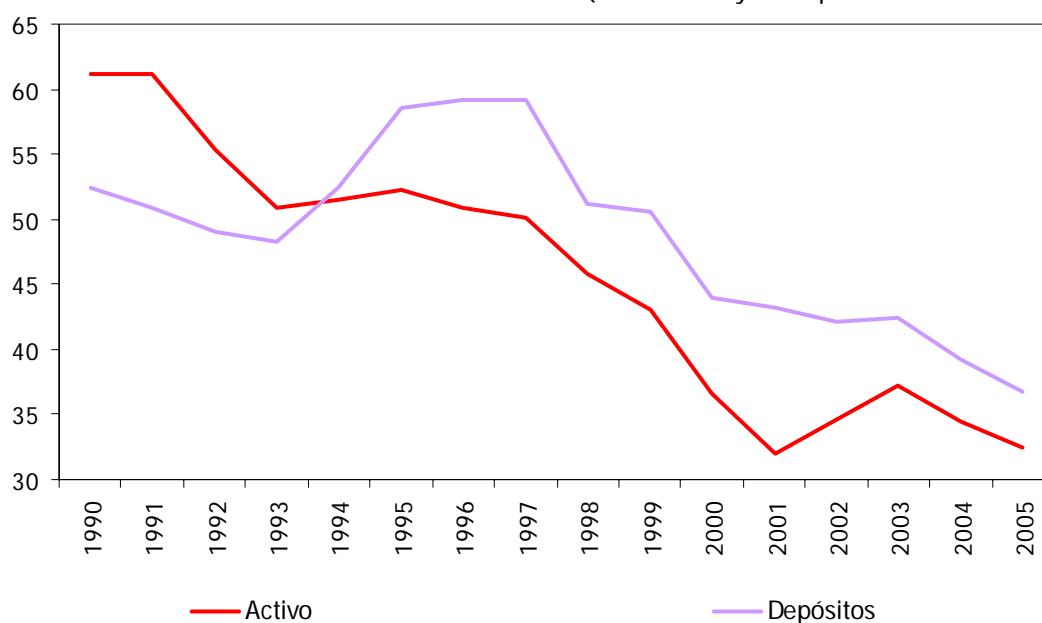
²⁷⁰ El artículo 192 de la Constitución de 1988 prevé la elaboración de una ley sobre el sistema financiero que nunca llega a elaborarse, dejando un vacío legal sobre el tema, mientras, por otra parte, el Artículo nº 52 de las *Disposições Constitucionais Transitórias* contempla la posibilidad de entrada de instituciones extranjeras bajo condiciones de “interés nacional” (Freitas, 1999: 95-96).

²⁷¹ Ver el Comunicado nº 5.796 del BCB, con fecha de 9 de septiembre de 1997. En enero de 2001, cuando la autorización vía decreto presidencial no es más que un trámite burocrático, es eliminada.

²⁷² Datos obtenidos de BNDES (2002). Para más detalles consultar tabla 2 del anexo.

Como hemos avanzado, la privatización de la mayor parte de los bancos estatales se realiza tras su previo saneamiento, mediante el mecanismo previsto por el *Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária* (PROES), lanzado en agosto de 1996²⁷³. La concesión de los recursos del PROES puede llegar a financiar hasta el 100% del saneamiento del banco estadual en cuestión y está condicionada a su privatización, o bien a su transformación en agencias de fomento, o a su liquidación; en caso contrario se financia sólo el 50%. Los resultados en términos de privatización son fulminantes: de los 35 bancos estaduais existentes en la fecha de su lanzamiento, sólo 9 mantienen su titularidad pública. De los 26 restantes, 10 se privatizan, 5 desaparecen y 11 se convierten en agencias de desarrollo (Puga, 1999: 429-430). El coste de esta operación conjunta de salvamento-privatización es de unos 48.000 millones de reales, lo que equivale aproximadamente a un 6% del PIB. Algo más de la mitad de esta cantidad (26.000 millones), se destina a sanear *Banespa*, que acaba siendo privatizado en 1999²⁷⁴.

Gráfico 25
Participación de los bancos públicos en el sistema
bancario: 1990-2005
 (% de activo y de depósitos sobre el total)



Datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*).

Se incluyen las *caixas estaduais*, *Banco do Brasil* y *Caixa Econômica Federal*. Los datos son de diciembre de cada año

²⁷³ Con anterioridad se han emprendido otros programas de saneamiento de bancos estaduais que no consiguen acabar con sus problemas financieros (Puga, 1999: 423-424).

²⁷⁴ También destaca la intervención en *Nossa Caixa* (de 8.000 millones de reales), en *Banestado* (4.000) y en *Banrisul* (3.000). Datos de Puga (1999: 430). Además se puede consultar Andrezo y Lima (2002: 260-261).

En definitiva, en pocos años la banca pública, que durante décadas fue el sostén básico del sistema financiero nacional, reduce notablemente su presencia. Entre 1996 y 2001 el número de entidades de capital público se reduce más de la mitad, de 32 a 15²⁷⁵. En estos cinco años, según recoge el gráfico 25, los bancos públicos pierden 19 puntos porcentuales de participación sobre el activo total del sector y 16 sobre los depósitos. Son datos fehacientes que muestran la contundencia con que se desarrolla la privatización del sector. Lo que no impide que, según se aborda en el capítulo 10, el papel de la banca pública siga siendo fundamental para el sostenimiento del mercado crediticio brasileño.

7.6. Privatización de grandes empresas

No sólo los bancos, sino también grandes empresas públicas de otras ramas productivas son vendidas durante estos años al capital privado. Las privatizaciones brasileñas se caracterizan por su enorme magnitud, la rapidez con la que se implementan y su concentración en sectores estratégicos de la economía nacional²⁷⁶. Múltiples fuentes confirman que el programa de privatizaciones brasileño puede considerarse el de mayor envergadura de los realizados en todo el mundo (Castelar, 2000: 7 y Anuatti-Neto *et al.*, 2003: 3).

Los datos son elocuentes. Entre 1990 y 2002 el Estado vende aproximadamente 170 empresas por un valor de casi 88.000 millones de dólares, lo cual es ciertamente una enorme dimensión considerando que en esa época y en un período similar el conjunto de los países de la OCDE realizan privatizaciones por valor de 154.000 millones de dólares (Castelar, 2000: 30-31). También destaca la velocidad con la que se ejecutan las ventas y la importancia de los sectores que se privatizan: en pocos años la siderurgia, los transportes, las telecomunicaciones, la electricidad y la banca, son parcial o enteramente vendidos a empresas privadas. Por ejemplo, en 1996 el capital privado estaba ausente en los sectores de infraestructura, a excepción del transporte por carretera, mientras que a finales de 1998 controla todo el sector de telecomunicaciones, el ferrocarril, los mayores puertos y algunas de las principales carreteras, así como dos tercios de la distribución y gran parte de la generación de electricidad, y una proporción pequeña pero creciente del sector de aguas y saneamientos (Castelar, 2000). Comprobaremos en el capítulo 10 cómo el capital extranjero se convierte en protagonista de este proceso.

²⁷⁵ Datos del BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*), ver tabla 3 del anexo.

²⁷⁶ Para ampliar este tema recomendamos Castelar (1999 y 2000), Begué (2001) y Giambiagi y Além (2001: 377-394). Un análisis exhaustivo de las privatizaciones en 1995-1999 se encuentra en los anexos de Carvalho Sousa (2001). Los datos de este apartado, si no se indica lo contrario, son de BNDES (2002 y 2006).

El lanzamiento del *Programa Nacional de Desestatização* en 1990 marca un hito en esa trayectoria, porque señala claramente cuál es la voluntad del gobierno de Collor Mello y porque, si bien las grandes privatizaciones no se inician hasta que en 1995 se acometen los cambios legales necesarios, supone el inicio de las primeras privatizaciones “verdaderas” en la historia del país; las anteriores solo fueron operaciones de “reprivatización” de empresas originalmente privadas que, debido a sus dificultades financieras, fueron adquiridas por el *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* (BNDES) para su saneamiento²⁷⁷. Es en 1990 cuando se inicia la venta de las grandes empresas propiamente estatales que se habían creado entre 1950 y 1970. Entre los objetivos del plan, además de lo que se denomina el “*reordenamiento estratégico del Estado en la economía*” y la “*colaboración en el saneamiento de las finanzas del sector público*”, se incluye “*contribuir al fortalecimiento del mercado de capitales, a través del crecimiento de la oferta de valores mobiliarios y la democratización de la propiedad del capital de las empresas que integran el Programa*”²⁷⁸.

En los primeros cinco años se privatizan empresas por un valor cercano a 11.900 millones de dólares, lo que multiplica por más de cuatro las ventas realizadas en la década de los ochenta²⁷⁹. Con el mercado de servicios públicos todavía blindado constitucionalmente al capital privado, se comienza con las empresas industriales, siendo éstas las que concentran el 91% del total de los ingresos entre 1990 y 1994. Las 33 empresas privatizadas en los sectores de siderurgia y petroquímica, y en menor medida la química de fertilizantes, explican esta participación tan elevada. Las ocho plantas siderúrgicas privatizadas suponen por sí solas el 64% del total, merced al gran tamaño de *Usiminas*, una empresa ejemplar (muy rentable y puntera en tecnología) que es la elegida para iniciar el proceso y dotarlo de credibilidad.

A partir de 1995, cuando el gobierno acomete los cambios legales que mantienen fuera del mercado a las “joyas de la corona”, las privatizaciones se aceleran. Ese año se aprueba la *Lei de Concessões*, que permite la concesión a terceros del derecho de explotación en los servicios públicos, junto con las reformas constitucionales que eliminan los monopolios estatales de petróleo, gas y telecomunicaciones. Inmediatamente, las privatizaciones se disparan: en 1996 alcanzan un valor de 6.500 millones de dólares,

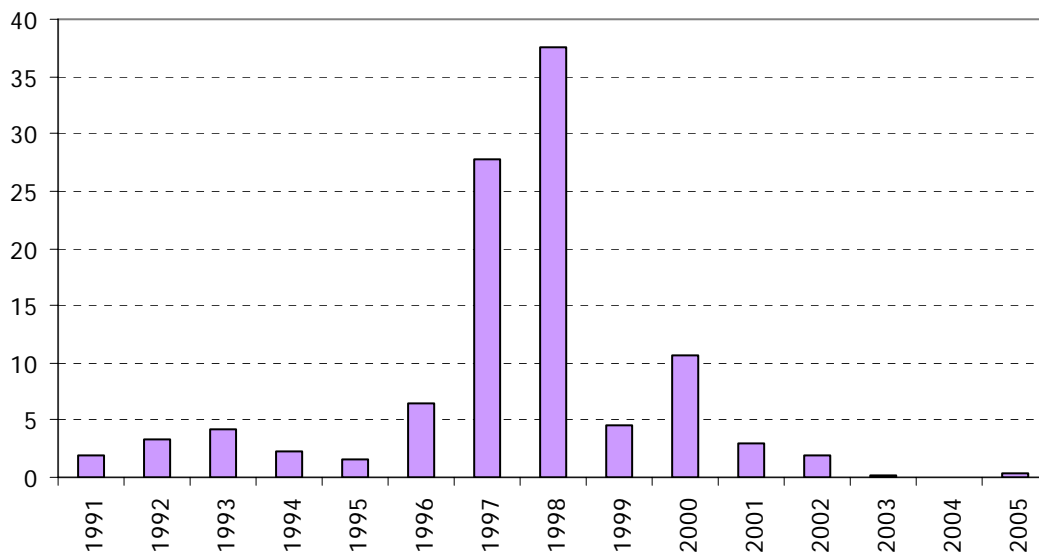
²⁷⁷ Según cálculos de Begué (2001: 87) las empresas controladas por el BNDES son el 75% de las privatizadas hasta 1989. Sobre la “reprivatización” de estos años recomendamos Begué (2001: 268-295) y Giambiagi y Além (2001: 380-383). Según el BM las privatizaciones hasta 1989 son un “fiasco” (Castelar, 2000: 15).

²⁷⁸ El *Programa Nacional de Desestatização* se lanza con la *Medida Provisória* n° 155, que se convierte en la Ley n° 8.031. La referencia al desarrollo del mercado de capitales se recoge en el objetivo n° 6 de esta Ley.

²⁷⁹ Calculamos el valor de las privatizaciones de los años ochenta a partir de datos de Castelar (1999) y el de las realizadas entre 1990 y 1994 con datos de BNDES (2002).

frente a los 1.600 millones del año anterior. A continuación, según recoge el gráfico 26, en 1997 y 1998 el volumen de capital público privatizado alcanza cifras monumentales: 27.700 y 37.700 millones de dólares respectivamente, lo que supone el 62% del total de las privatizaciones realizadas entre 1990 y 2005.

Gráfico 26
Resultado de las privatizaciones: 1991-2005
(miles de millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos de BNDES (2002 y 2006).

Las grandes ventas de estos años, y las otras menores que se acometen en los siguientes, se concentran en sectores que hasta entonces eran considerados servicios públicos. El 79% del capital privatizado entre 1995 y 2002 se corresponde con infraestructuras y servicios, entre los que destacan las telecomunicaciones (35% del total), la energía eléctrica (32%) y el sector financiero (7%). En el sector eléctrico se venden tanto las empresas responsables de la distribución, *Escelsa* y *Light*, como las generadoras, todas pertenecientes al grupo *Electrobrás*. Estas últimas ventas acarrear bastantes problemas, por lo que las privatizaciones del sector de telecomunicaciones concluyen antes, a pesar de que habían comenzado más tarde. Primero se venden las concesiones de telefonía móvil y a continuación las más de 25 empresas estatales subsidiarias de *Telebrás*. En 1998, todas las empresas públicas del sector, incluida *Embratel* (operadora internacional) están en manos privadas.

Se completa así un proceso privatizador que tendrá importantes implicaciones en el funcionamiento de la economía brasileña y, más concretamente, en la evolución del sector financiero, como se analiza en los próximos capítulos.

Capítulo 8

Un nuevo episodio de crecimiento basado en ahorro externo

La aplicación de la estrategia para países emergentes, en un contexto económico internacional favorable, permite que la economía de Brasil vuelva a crecer, de forma que entre 1993 y 1997 registra un crecimiento relevante, con una tasa anual del 4,2%. Este período reedita la secuencia de un crecimiento sustentado en ahorro externo que gesta un grado crítico de vulnerabilidad frente al exterior y que al cabo de unos años se interrumpe súbitamente como consecuencia de un *shock* de origen externo. Si bien este episodio presenta, como veremos, importantes especificidades respecto a la experiencia de los años setenta²⁸⁰.

Como abordamos en el primer apartado, la aplicación de las medidas analizadas en el capítulo anterior da lugar a que la economía vuelva a crecer, como prevé aquella estrategia. Tras una década de intenso desorden monetario el *Plano Real* logra estabilizar el valor relativo de la moneda brasileña, tanto en el ámbito interno (control de la inflación), como en el externo (tipo de cambio). Esa estabilidad monetaria constituye un estímulo para la actividad económica y además juega un papel fundamental en la captación de ahorro externo. La confianza en la denominación nominal de los activos e ingresos en moneda brasileña, la plena liberalización de la cuenta financiera, los elevados tipos de interés, la apreciación cambiaria y la posibilidad de realizar inversiones financieras muy rentables para el capital extranjero, logran que Brasil vuelva a recibir un volumen muy importante de recursos externos.

²⁸⁰ Las diferencias, según se analiza en los próximos capítulos, son sustantivas: la estrategia ISI persigue el crecimiento y la industrialización como principal objetivo; la duración y la potencia del crecimiento es mucho mayor en los años setenta; y en aquellos años la economía brasileña registra transformaciones estructurales insuficientes pero significativas.

La actividad económica brasileña se reactiva. Pero en la medida en que este crecimiento no modifica los LEDE que arrastra el país, al igual que sucedió en los años setenta, el proceso de crecimiento origina un funcionamiento cuya reproducción precisa de una cantidad cada vez mayor de recursos externos. En pocos años Brasil pasa de no recibir flujos financieros internacionales significativos a necesitar enormes entradas que sostengan su creciente déficit por cuenta corriente. La situación de vulnerabilidad financiera externa en la que se coloca el país es aún más peligrosa porque el capital extranjero que financia ese desfase externo consiste sobre todo en inversiones en cartera con una alta volatilidad. En esa medida, la amenaza asociada a dicha vulnerabilidad se materializa cuando estalla la crisis financiera de Rusia en agosto de 1998: en ese momento, los inversores extranjeros modifican sus estrategias y dejan de proveer a Brasil del ahorro que estaba financiando su desfase externo; consecuentemente, el crecimiento se interrumpe de forma precipitada. En los años siguientes, el capital extranjero mantiene sus reservas respecto al país, de modo que en términos netos la entrada de inversiones externas es menor y la actividad económica del país permanece prácticamente estancada.

8.1. Resultados iniciales: estabilidad monetaria y captación de ahorro externo

8.1.1. Fin de la inflación y de la volatilidad cambiaria

Las recurrentes escaladas de precios de los años ochenta devaluaban de forma persistente los activos e ingresos nominados en moneda nacional, obstaculizando severamente que los recursos se destinaran a actividades productivas ya que resultaba mucho más atractiva la inversión en activos financieros emitidos en reales. Tras una década de intentos fracasados, el *Plano Real* obtiene un éxito antiinflacionario inmediato y rotundo. Lo mismo sucede con la volatilidad cambiaria, que es otro obstáculo para la actividad económica interna y para la captación de capital extranjero; hasta el fin de la paridad en 1999, el *Plano Real* garantiza la estabilidad del valor externo del real.

Una vez anulado el componente inercial de la inflación, el *Plano Real* muestra su eficacia en la contención de los precios. Como se explica en el capítulo anterior, la política antiinflacionista descansa en el uso intensivo del ancla cambiaria, mientras que la eficacia del ancla monetaria es más bien preventiva²⁸¹. Así, el control de precios se consigue principalmente gracias a la intensa apreciación de la moneda que, en un contexto de

²⁸¹ Como veremos en el apartado siguiente, estos elevados tipos de interés reales no impiden, aunque sí suavizan, la expansión de la demanda interna.

apertura comercial, abarata los bienes importados que, a su vez, éstos presionan a la baja sobre los precios de los productos nacionales con los que compiten²⁸². Este mecanismo afecta particularmente a los precios de los productos comercializables, que son susceptibles de ser importados y por tanto están sometidos a la competencia exterior, mientras que los precios de los no comercializables se ven menos afectados.

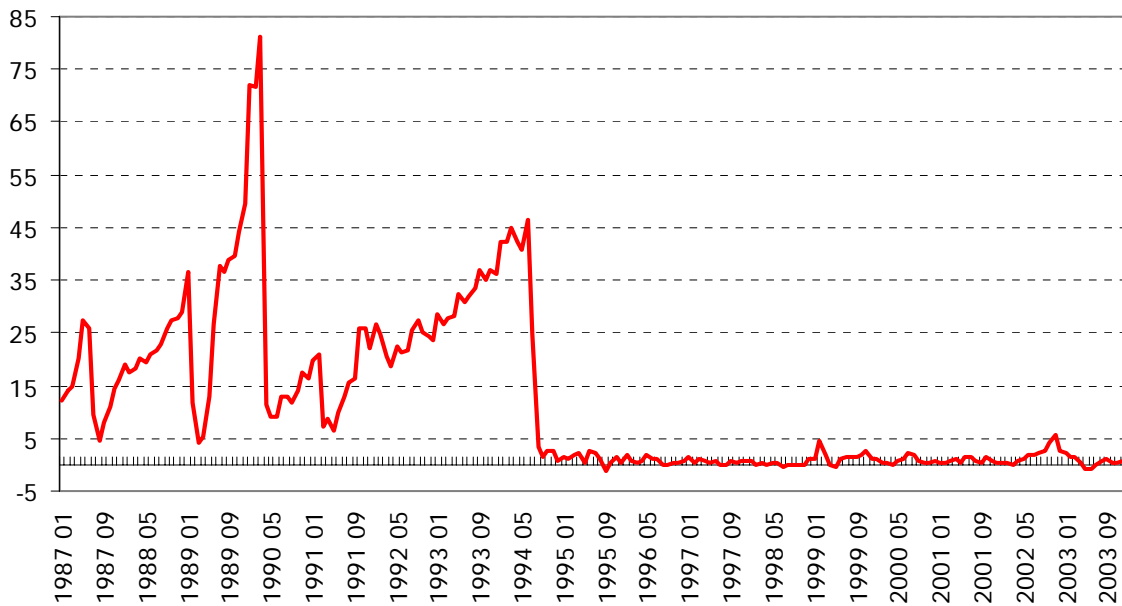
De este modo, la utilización del ancla cambiaria determina que el cambio de moneda efectuado en julio de 1994 marque un punto de inflexión fundamental en la historia económica del país. Según recoge el gráfico 27, el éxito antiinflacionario es inmediato: el crecimiento de los precios se desploma automáticamente, pasando de una tasa del 46,6% en junio al 3,3% en agosto y, además, esa interrupción de la escalada inflacionaria será duradera. Tras el fuerte impacto inicial, el crecimiento de los precios se mantiene en niveles reducidos y quiebra así la trayectoria de la década precedente. La tasa media anual de inflación, elevadísima en 1993 y todavía en 1994 (2.851% y el 908% anual, respectivamente), se sitúa desde entonces en niveles moderados y decrecientes: 15% en 1995, 9,2% en 1996 y 7,1% al año siguiente. Esta caída en el crecimiento de los índices de precios agregados es mucho más acusada en los bienes comercializables, cuyo crecimiento es tres veces menor que el de los no comercializables²⁸³. En conclusión, desde mediados de 1994 y hasta la actualidad, Brasil consigue estabilizar el valor interno de su moneda, lo cual garantiza el valor real de los activos e ingresos denominados en ella. El *Plano Real* destierra la hiperinflación de forma definitiva.

El control de la inflación es una condición necesaria para la reactivación económica interna, pero no es suficiente para fomentar la captación de ahorro externo. Los inversores extranjeros precisan garantías sobre el valor relativo de la moneda brasileña con respecto a las monedas en las que convierten los ingresos que obtienen en el país. Esta garantía procede también del ancla cambiaria vigente hasta los primeros días de 1999: la devaluación controlada del tipo de cambio nominal, dada la variación de los precios internos, resulta en un tipo de cambio apreciado en términos reales (gráfico 23 del capítulo 7), lo que aporta confianza a los inversores extranjeros sobre la conversión futura en divisas, sobre todo dólares, de los rendimientos obtenidos en el país.

²⁸² La combinación de apertura comercial y apreciación cambiaria tiene un efecto paralelo al abaratamiento de las importaciones: el encarecimiento, y por tanto la pérdida de competitividad, de las exportaciones.

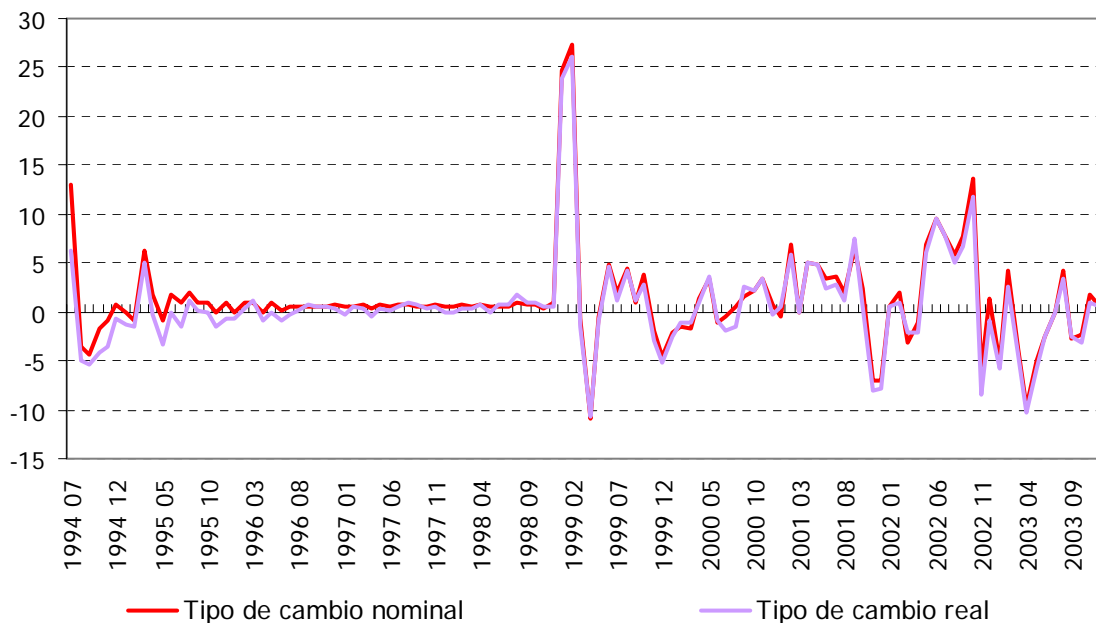
²⁸³ Entre agosto de 1994 y diciembre de 1997 el *Índice de Preços ao Consumidor Amplo* (IPCA) de los bienes comercializables crece a una tasa media mensual del 0,5%, mientras el índice de los no comercializables lo hace al 1,7%. El papel de los bienes comercializables en el control de los precios es muy importante en los primeros meses: entre junio y agosto de 1994 la tasa de variación mensual del IPCA de los bienes no comercializables pasa del 44,6% al 5,7%, mientras que los precios de los comercializables caen mucho más: el índice pasa del 50,9% en junio al -0,2% en agosto. Datos de BCB tomados de IPEA.

Gráfico 27
Tasa de inflación: 1987-2003
 (IGP-DI, % anual)



Datos de *Fundação Getúlio Vargas (Cojuntura Econômica)*.
 Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI). La numeración horizontal indica años y meses.

Gráfico 28
Tipo de cambio R\$/US\$: 1994-2003
 (variación mensual, %)



Elaboración propia a partir de datos de FMI (*International Financial Statistics*) e IPEA.
 El tipo de cambio real se obtiene multiplicando el nominal por el cociente de los índices de precios al consumo de EEUU y Brasil, tomando el *Consumer Price Index* (CPI) y el *Índice de Preços ao Consumidor Amplo* (IPCA) respectivamente. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

En efecto, como se aprecia en el gráfico 28, desde 1995 y hasta que la salida de capitales desmorona el sistema de bandas cambiarias en enero de 1999, el valor nominal de la moneda registra variaciones muy reducidas. La regla de devaluaciones aplicada desde marzo de 1995 determina una variación del tipo nominal muy pequeña y uniforme (entre el 0,5% y el 1% mensual), por lo que las oscilaciones del tipo real se sitúan entre el -1% y el 1% mensual. Según abordamos en el capítulo 9, la volatilidad cambiaria se dispara a partir de 1999, pero lo relevante es que tras una década de fuertes oscilaciones, a partir de 1994 y durante tres años el tipo de cambio permanece muy estable.

8.1.2. Voluminosa entrada de capital extranjero

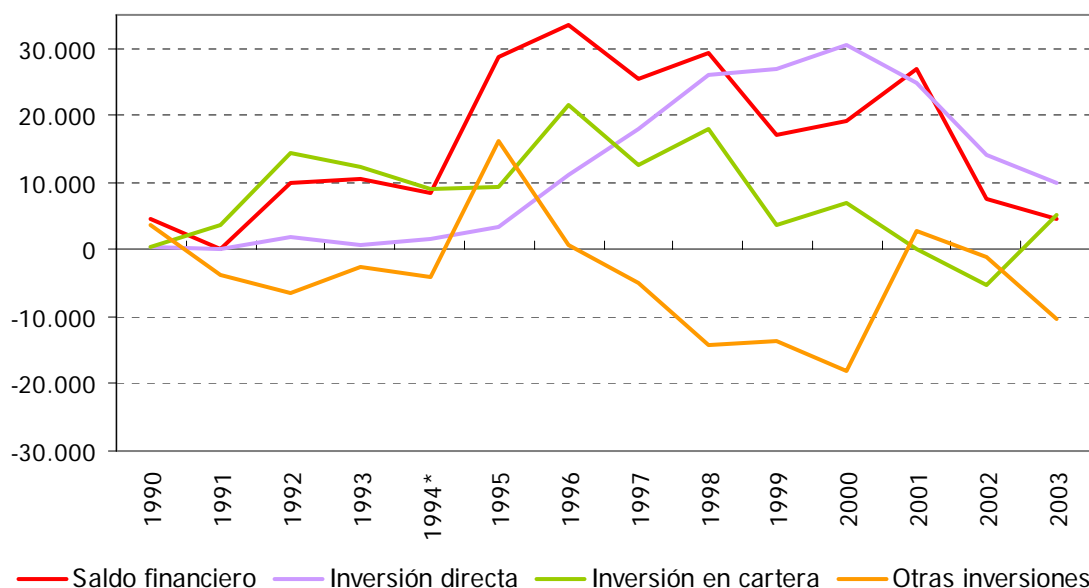
La estrategia emprendida también cumple su objetivo en términos de captación de financiación internacional. Desde los primeros años noventa el capital extranjero que busca colocaciones en los mercados emergentes comienza a considerar a Brasil un destino atractivo, lo que permite que el país reingrese, tras más de una década, al circuito de capitales internacionales privados en calidad de receptor. Si en 1990 realiza una captación neta de 4.591 millones de dólares, seguida de sólo 163 millones el año siguiente, entre 1992 y 1994 ya obtiene unos 10.000 millones de dólares netos al año, y en 1995-1997 las entradas netas se aproxima a los 30.000 millones (gráfico 29). Cifras muy superiores a las registradas a finales de los años setenta, cuando la captación de créditos externos alcanzó un volumen máximo cercano a 10.000 millones de dólares anuales. Así, el volumen total de recursos captados durante estos años es enorme: entre 1993 y 1997 el saldo neto de la cuenta financiera acumula un resultado positivo de 106.596 millones de dólares.

Como segunda característica, cabe destacar que el capital extranjero que durante estos años acude masivamente a Brasil se caracteriza por su intensa vocación hacia la obtención de rendimientos financieros en el corto plazo; en su mayor parte son inversiones en cartera²⁸⁴. Como recoge el gráfico 30, las entradas brutas de inversiones en cartera superan abrumadoramente a las directas: entre 1993 y 1997 son cinco veces más voluminosas (249.965 millones de dólares frente a 46.064 millones)²⁸⁵. En términos netos este predominio se reduce pero sigue siendo muy acusado, lo que indica que el interés de los capitales extranjeros hacia esas inversiones financieras crece a lo largo de aquellos años: la entrada neta acumulada de inversiones en cartera (110.278 millones de dólares) triplica a la de inversión directa (37.631 millones).

²⁸⁴ Es sintomático que la captación de recursos se dispare en 1995 (28.744 millones de dólares, el triple que el año anterior), tras el lanzamiento del *Plano Real*.

²⁸⁵ A diferencia de los gráficos de la página siguiente, en estos cálculos sí se incluye el intercambio de pasivos derivado de la operación Brady, porque altera la composición del ahorro captado.

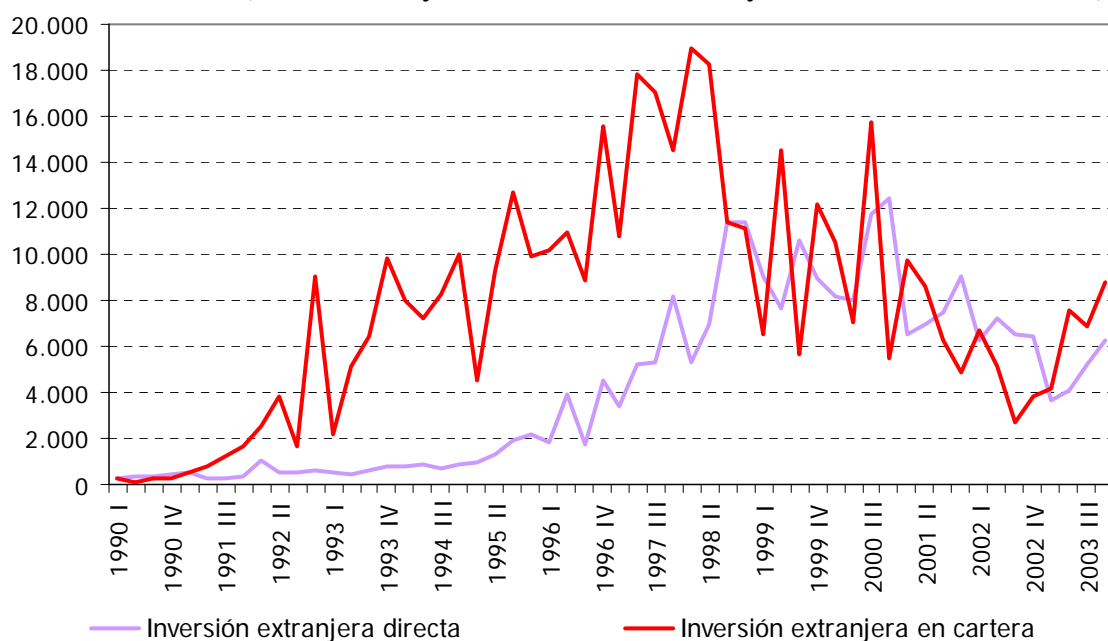
Gráfico 29
Cuenta financiera: 1990-2003
 (saldos netos, millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

* En 1994 se descuenta la operación Brady, que se registra con una anotación negativa en la partida de otras inversiones (amortizaciones refinanciadas) y otra positiva en la partida de inversión en cartera (refinanciación). El intercambio de pasivos afecta a la composición del stock de capital extranjero en el país pero no a la captación neta de recursos, por lo que distorsionaría este gráfico.

Gráfico 30
Entradas financieras brutas: 1990-2003
 (inversión extranjera directa e inversión extranjera en cartera, millones de US\$)



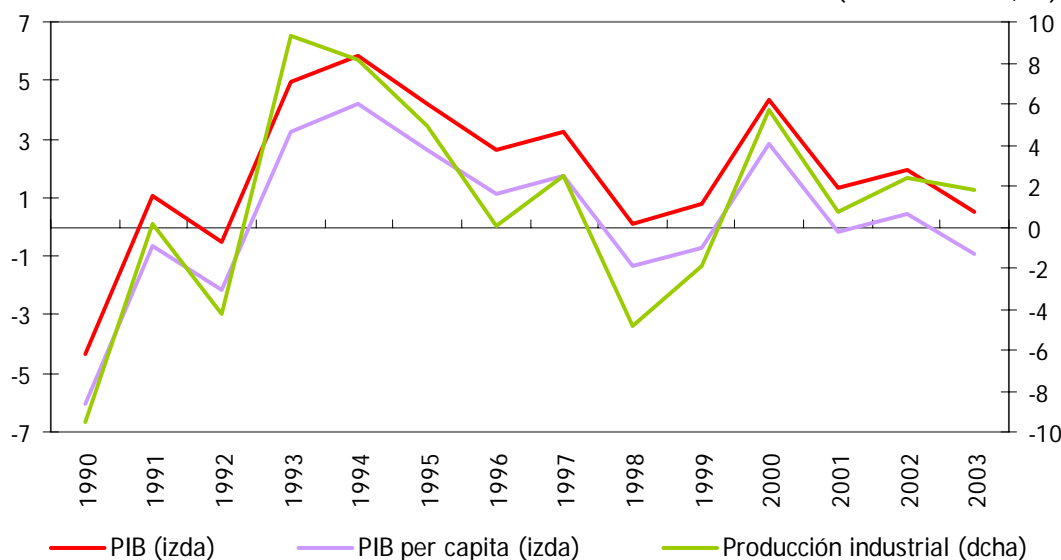
Elaboración propia a partir de datos trimestrales de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Se sustrae de nuevo la operación Brady. La numeración del eje horizontal indica años y trimestres.

8.2. Un nuevo episodio de crecimiento

La fuerte entrada de capital extranjero se convierte en un factor decisivo para la reactivación del crecimiento a partir de 1993, favorecido por el contexto de estabilidad monetaria logrado y por otros factores, entre los cuales hay que considerar que en los años anteriores (1990-1992) la economía había sufrido una profunda recesión, cuya envergadura hace posible que después experimente un efecto inercial de crecimiento cuando la situación comienza a ser más propicia. Durante los cinco años comprendidos entre 1993 y 1997 la economía crece alrededor de un 23%, lo que supone una tasa media del 4,2% anual. Si se toma en cuenta el aumento demográfico, el PIB por habitante arroja un crecimiento significativo, con una media del 2,6% anual.

Gráfico 31
Crecimiento de la producción: 1990-2003
(variación anual, %)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

La producción industrial se aproxima con el valor añadido de la industria de transformación a precios básicos.

8.2.1. Estructura sectorial del crecimiento

Desde el punto de vista sectorial, el crecimiento se asienta en el dinamismo de la industria y, particularmente, en la producción de bienes de consumo duradero. En efecto, tras una década de desindustrialización, merced a la cual en 1992 la producción de la industria manufacturera era inferior en un 6% a la registrada en 1980, en 1993 se inaugura una

fase breve pero relativamente intensa de expansión industrial, que da lugar a que la tasa media de crecimiento entre 1993-1997 sea del 4,9% anual²⁸⁶.

Cuadro 4
Crecimiento de la producción
(variación anual, %)

	1993-1997	1998-2003
PIB	4,2	1,5
PIB per cápita	2,6	0,0
Producción industrial	4,9	0,6
Producción de bienes de consumo duradero	14,4	-0,9

Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) para el PIB, el PIB per cápita y el PIB industrial, e IBGE (*Pesquisa Industrial Mensal, Produção Física*) para la producción de bienes de consumo duradero.

Una rápida aproximación a la morfología del crecimiento industrial señala nítidamente el origen de su dinamismo²⁸⁷: como sucedió en el pasado, es la fuerte expansión en la producción de bienes de consumo duradero la que explica el crecimiento de estos años. La caracterización es inequívoca. Mientras el resto de ramas industriales crece a un ritmo moderado, entre el 3% y el 4% medio anual, la producción de este tipo de bienes se incrementa a una tasa del 14,4%. Se trata de un crecimiento explosivo, de modo que en esos cinco años la producción de bienes de consumo duradero casi se duplica.

Esta expansión está liderada por ramas que cuentan con una presencia muy importante del capital internacional. Según analizamos en el capítulo 3, durante la década de los setenta las empresas extranjeras ya alcanzan cotas de participación elevadas en algunas ramas industriales. Lo que sucede en estos años noventa es que esa presencia se incrementa. En efecto, la participación de las empresas de capital foráneo en el total de ventas realizado por las 500 mayores empresas privadas instaladas en el país aumenta en diez puntos porcentuales, pasando del 51,4% al inicio de la década hasta el 61,7% en 1997 (Lacerda, 2000: 72).

Precisamente, la participación extranjera es más acusada en las ramas que en estos años registran una mayor expansión. La industria automovilística, prácticamente transnacionalizada y por tanto muy sensible a la inyección de recursos externos, es la más

²⁸⁶ Las actividades agropecuarias crecen a una tasa media del 3,6% anual, y los servicios lo hacen al 3% (destaca la expansión de las actividades comerciales, que crecen al 7,2%).

²⁸⁷ Para ampliar sobre la naturaleza del crecimiento de este período se puede consultar Bielschowsky (1999), Baumann y Mussi (1999), Sainz y Calcagno (1999), Carneiro (2002: 340-356) y Bresser-Pereira (2003).

dinámica: entre 1992 y 1997 el número de automóviles nacionales vendidos al año se multiplica por más de dos, pasando de 577.000 a 1.361 millones, como consecuencia en exclusiva de la actividad del capital internacional, ya que su hegemonía en el segmento de automóviles es absoluta, pues realiza entre el 91% y el 95% de las ventas (Gonçalves, 1999: 135). También destaca el crecimiento en la producción de electrodomésticos y productos electrónicos: en estos cinco años las ventas de equipos de vídeos se multiplican por cuatro, las de televisores en color por más de tres, y las de aparatos de aire acondicionado, congeladores y frigoríficos, se duplican²⁸⁸. El capital foráneo, que responde por el 34% de las ventas de productos electrónicos en 1994, realiza el 48% de las éstas sólo tres años después (ibídem).

Por tanto, siendo éstos los (frágiles) soportes de esta fase de crecimiento, se mantienen inalteradas las condiciones estructurales que limitan las posibilidades de desarrollo de la economía brasileña, conforme se analiza en el capítulo 2²⁸⁹. El crecimiento aporta pocos bienes de capital, siendo este tipo de bienes el que experimenta un menor aumento dentro de la industria de transformación, con un promedio del 3,3% anual a pesar de su exiguo nivel inicial. Al mismo tiempo, las importaciones de maquinaria y utensilios productivos siguen siendo minoritarias, por lo que la dotación disponible de bienes de capital es muy reducida²⁹⁰. Por su parte, la producción de bienes intermedios experimenta un crecimiento algo mayor, del 3,9% anual, pero lo hace merced al comportamiento de varias ramas conectadas con los bienes de consumo más dinámicos y con una alta participación extranjera, que crecen a un ritmo muy notable. El caso paradigmático es el de la producción de componentes de vehículos²⁹¹.

²⁸⁸ El crecimiento en la venta de automóviles lo calculamos con datos de Anfavea y los de ventas de electrodomésticos con datos de Abinee, en los dos casos tomados de IPEA.

²⁸⁹ Sobre las debilidades estructurales del dinamismo industrial de estos años recomendamos especialmente el estudio de Bielschowsky (1999).

²⁹⁰ Esto no es óbice para que las importaciones de bienes de capital penetren intensamente el reducido mercado nacional: si entre 1992 y 1997 la proporción de demanda interna cubierta con importaciones crece del 5,7% al 11,8%, para los equipos electrónicos pasa del 15,6% al 35,6%, del 23,4% al 34,9% en las máquinas y tractores, y del 7,4% al 15,7% en la ramas de material eléctrico. Datos de IPEA, consultar metodología en IPEA (2002).

²⁹¹ Entre 1994 y 2002 la participación extranjera en este sector pasa del 48,1% al 78,4% sobre el capital total, del 47,6% al 75,6% sobre las ventas, y del 48% al 85,9% sobre las inversiones CEPAL (2004: 122-123). Ver también CEPAL (2004: 118-129 y 2005: 120-125).

8.2.2. Composición del crecimiento de la demanda

El ahorro externo permite a la economía brasileña expandir su demanda interna por encima de las posibilidades que le brinda su capacidad de ahorro interno. La demanda interna se incrementa a una tasa anual del 4,8%, cuatro décimas más que el PIB. Según recoge el cuadro 5, los componentes que explican este dinamismo son la inversión privada y el consumo público, que crecen a ritmos notables, en torno al 7% anual, mientras que el consumo de las familias lo hace de forma algo más pausada (4,7%) y la inversión pública se hunde (-8,5% anual).

Cuadro 5
Crecimiento de los componentes de la demanda
(variación anual, %)

	1993-1997	1998-2003
Inversión privada	6,9	-0,9
Inversión pública	-8,5	-10,7
Consumo privado	4,7	0,6
Consumo público	7,2	1,0
Exportaciones	-5,3	15,6
Importaciones	5,5	6,4

Elaboración propia a partir de datos de a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) e IPEA.

A pesar de la severidad monetaria de estos años, la demanda interna se ve inevitablemente estimulada por la estabilización monetaria. En particular, el gasto público de consumo se ve fuertemente afectado por el fin de la inflación. El impacto sobre el consumo público es muy potente, especialmente en 1995, año en que se incrementa a una tasa de casi el 23% anual, debido en parte a lo que algunos autores denominan el "efecto Tanzi inverso"²⁹². El Estado brasileño dispone de un complejo sistema de indexación de la mayoría de sus ingresos y fija sus gastos en términos nominales, por lo que la hiperinflación no erosionaba demasiado su capacidad recaudatoria, mientras que el simple retraso en la liberación de sus partidas de gastos le permitía un ahorro considerable. El fin de la inflación acaba súbitamente con este mecanismo. Además, una vez lograda la estabilización monetaria el Estado reajusta algunas partidas de gasto con el objeto de compensar parte de la erosión debida a la inflación pasada que acumulan ciertas partidas, lo que también implica gastos extraordinarios muy cuantiosos²⁹³.

²⁹² El "efecto Tanzi" se refiere a la pérdida de ingresos fiscales derivada de la corrosión inflacionaria.

²⁹³ Los reajustes más costosos son el del incremento de beneficios sociales derivado de la subida del salario mínimo y el reajuste salarial de los funcionarios públicos: en 1995 el gasto en personal registra un incremento del 33% respecto al realizado en 1993 (Sáinz y Calcagno, 1999: 34).

El otro componente decisivo es la inversión privada, cuyo crecimiento resulta particularmente intenso en los dos primeros años del periodo, lo que determina que la tasa de inversión de las empresas privadas pase del 12,3% del PIB en 1992 al 15,8% en 1994, gracias a la confluencia de varios factores²⁹⁴. Por un parte, la estabilidad monetaria favorece instantáneamente el funcionamiento productivo, mientras que la apertura comercial, la competencia promovida por la apreciación cambiaria y las incipientes privatizaciones también estimulan la inversión empresarial. Además hay que considerar que en un primer momento los bancos aumentan notablemente el crédito concedido a las empresas (que crece hasta el 25,8% del PIB en 1994)²⁹⁵, lo cual facilita su reactivación económica. El otro factor que favorece esa inversión es el creciente flujo de inversiones extranjeras a cargo de las empresas transnacionales, centrado principalmente en las ramas productoras de bienes de consumo duradero que, como hemos señalado, son las que experimentan un crecimiento productivo más intenso, en correspondencia con el comportamiento que más abajo mencionamos sobre el consumo.

En contraste con el dinamismo de la inversión privada, el gasto público de inversión sufre un drástico recorte. Según recoge el gráfico 14 (capítulo 4), este hundimiento determina que la tasa de inversión pública se reduzca casi a la mitad en estos cinco años: pasa del 6,1% del PIB al 3,2% entre 1992 y 1997. Esto se debe, en gran medida, a que la inversión de las empresas estatales, que se redujo sensiblemente durante los años ochenta, sigue disminuyendo, de forma que en 1997 representa sólo el 1,5% del PIB. Debido a la orientación estratégica de la inversión estatal, su caída tiene efectos importantes sobre la estructura productiva del país, sobre todo en lo que se refiere a ciertas ramas industriales básicas y a las infraestructuras: la inversión en éstas alcanza niveles históricamente bajos y su peso en el PIB desciende del 2,1% en 1992 al 1,6% en 1997²⁹⁶.

Por último, como se ha mencionado, el crecimiento del consumo familiar descansa sobre todo en el favorable comportamiento de la compra de bienes duraderos, cuyas ventas experimentan un incremento medio del 12,4% anual entre 1993 y 1997²⁹⁷. Esa expansión del consumo de los hogares, concentrada en bienes de media y alta elasticidad renta, es más intensa en los primeros años (1993-1995) debido a que se registra un potente

²⁹⁴ Según indicamos las tasas de inversión se calculan con datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) e IPEA.

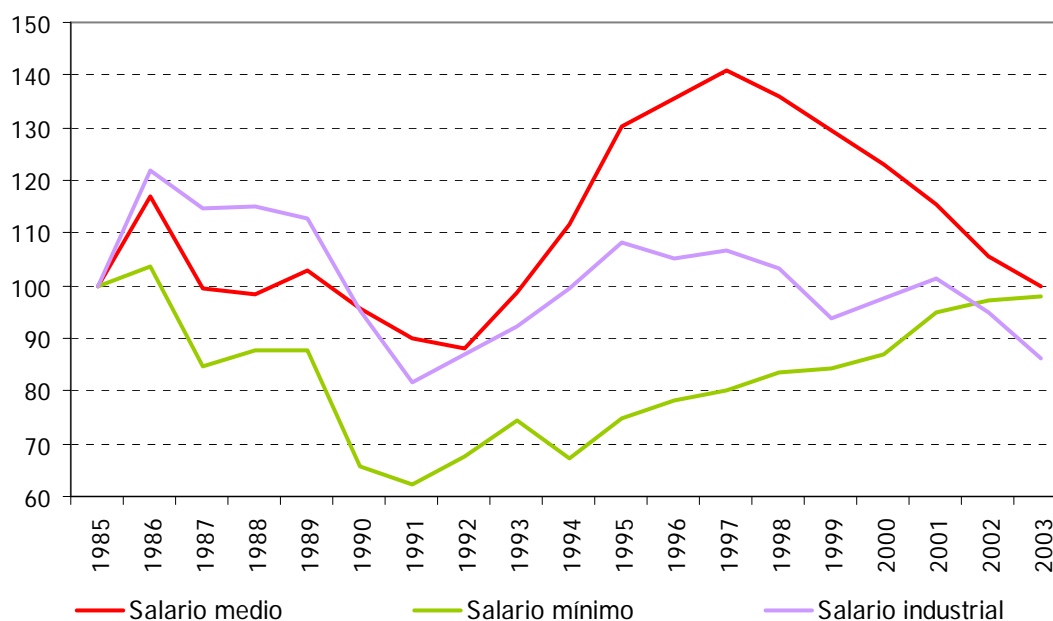
²⁹⁵ Los datos de crédito sobre PIB los obtenemos calculando a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*). Consultar tabla 4 del anexo.

²⁹⁶ La única inversión en infraestructuras que no disminuye durante estos años es la del sector de telecomunicaciones, que se moderniza antes de ser privatizado (Carneiro, 2002: 350).

²⁹⁷ Cálculo a partir de datos de *Fecomércio* (tomados de IPEA) para la región metropolitana de São Paulo.

incremento salarial y una ampliación del crédito al consumo. Además, el consumo también se ve inicialmente estimulado por el abaratamiento relativo de las importaciones debido a la apreciación real del tipo de cambio (Baumann y Mussi, 1999: 14).

Gráfico 32
Salarios reales: 1985-2003
(números índice, base 100 en 1985)



Elaboración propia a partir de datos de Seade-Dieese (*Pesquisa de Emprego*) para el salario medio, de IPEA para el salario mínimo y de Fiesp para el industrial.

Se deflacta por el *Índice Nacional de Preços ao Consumidor* (INPC). El salario medio se refiere al ingreso salarial principal. Éste y el salario industrial incluyen sólo la región metropolitana de São Paulo.

Por una parte, entre 1993 y 1997 el salario de la mayoría de los trabajadores se incrementa considerablemente, lo que les permite reponer parcialmente la pérdida de capacidad adquisitiva que habían acumulado durante los años anteriores²⁹⁸. El salario medio se incrementa a una tasa media anual del 19,6%, siendo más agudo el aumento en los primeros años del período, cuando también está aumentando el salario medio en el sector industrial, según recoge el gráfico 32. Por otra parte, el salario mínimo, junto con los beneficios sociales y transferencias a él vinculados, experimentan un aumento más reducido, pero que al menos permite reponer parcialmente el descalabro sufrido durante los años ochenta. Otro factor favorable para el consumo familiar es el hecho de que una mayor proporción de familias puede acceder al endeudamiento bancario, o aumentarlo, haciendo posible que eleven sus compras de bienes de consumo duradero. De ese modo,

²⁹⁸ Recordemos que tras el retroceso de los años ochenta la corrección salarial aplicada durante la transición monetaria genera pérdidas salariales adicionales (Carneiro, 2002: 374).

aunque permanece en niveles muy bajos, en este período el nivel de crédito concedido a las familias con relación al PIB se multiplica por tres, pasando del 0,9% al 3,2% entre 1992 y 1997 (ver tabla 4 del anexo). Por último, la brusca caída de la inflación genera por sí misma un incremento del poder adquisitivo para los trabajadores con rentas más bajas, sin acceso a las aplicaciones financieras que permiten defenderse de la corrosión inflacionaria.

Así pues, aunque desde el punto de vista estructural el comportamiento de la demanda interna sigue reflejando las limitaciones sustantivas analizadas en el capítulo 2, sin embargo, en el intervalo de 1993 a 1997 sus componentes privados (inversión y consumo) crecen a buen ritmo, sobre todo si se les compara con la evolución que arrastraban desde los primeros años ochenta.

8.3. Gestación de un alto grado de vulnerabilidad financiera externa

La captación de ahorro externo se convierte así en un mecanismo eficaz para reactivar la actividad económica brasileña, que logra mantener durante cinco años un crecimiento considerable. Pero en la medida en que no se superan los obstáculos estructurales que impiden el desarrollo económico, ese crecimiento requiere un paulatino aumento del capital extranjero que a su vez acentúa la vulnerabilidad de la economía ante el exterior. Se trata, pues, de un proceso similar al que tuvo lugar durante los años setenta.

También en esta ocasión el acceso a los recursos extranjeros se realiza en buena medida a través del Estado, que es el principal demandante de ahorro externo. Por tanto, según se analizará en el capítulo 11, la estrategia de crecimiento afecta severamente a la situación fiscal: el lanzamiento del *Plano Real* pone fin a un breve período en el que las cuentas públicas estaban saneadas (1990-1994) y marca el inicio de un deterioro fiscal muy rápido²⁹⁹. De esta forma, la creciente dependencia respecto al capital extranjero que la economía brasileña gesta durante estos años y la crítica situación fiscal vuelven a presentarse íntimamente relacionadas.

Pero esta vez el ahorro externo que llega a Brasil no toma la forma mayoritaria de créditos bancarios, sino de inversiones en cartera. La naturaleza de este tipo de inversiones,

²⁹⁹ Según recoge el gráfico 60 (capítulo 11), entre 1990 y 1994 Brasil registra superávit primarios, arrojando un promedio del 3,4% sobre el PIB, que le permiten financiar sus gastos financieros y obtener resultados operacionales saludables, con superávit o déficit modestos. Sobre los factores coyunturales que explican este período de equilibrio fiscal se recomienda Bauman y Mussi (1999:10) y Giambiagi y Alem (2001: 147).

interesadas en la obtención de rentabilidad en el corto plazo y con la capacidad de hacer y deshacer sus posiciones muy rápidamente, determina la elevada volatilidad potencial del capital extranjero captado.

8.3.1. Creciente dependencia del capital extranjero

El incremento sustancial de recursos externos que requiere el crecimiento económico registrado entre 1993 y 1997 deriva en un deterioro cada vez mayor del sector exterior, que se plasma en los movimientos de la balanza por cuenta corriente. Su saldo pasa de déficit modestos, o incluso un pequeño resultado positivo en 1992, a déficit cada vez más significativos desde 1995, que alcanza el -3% del PIB en 1997. Este rápido aumento de la necesidad de acceder a financiación externa es resultado de tres procesos: el deterioro acelerado de la balanza comercial; la persistencia de salidas de rentas voluminosas; y el saldo negativo de la cuenta de servicios.

Cuadro 6
Balanza de pagos: saldo medio anual
(% del PIB)

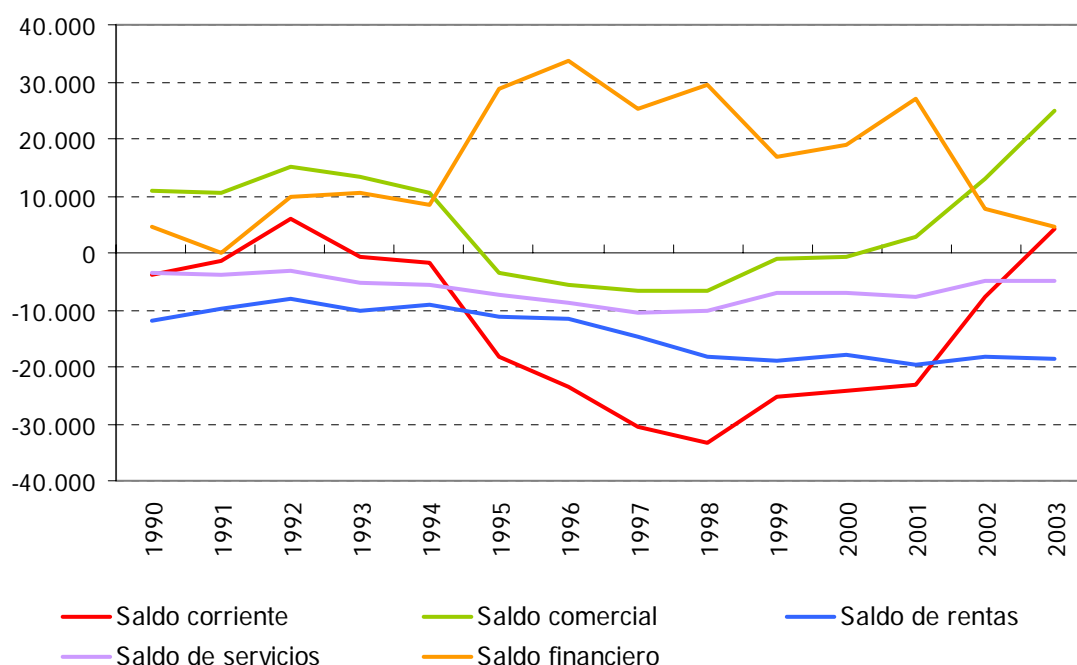
	Saldo corriente	Saldo comercial	Saldo de servicios y rentas	Saldo de servicios	Saldo de rentas
1990	-0,8	2,3	-3,3	-0,8	-2,5
1991	-0,4	2,6	-3,3	-0,9	-2,4
1992	1,6	3,9	-2,9	-0,8	-2,1
1993	-0,2	3,1	-3,6	-1,2	-2,4
1994	-0,3	1,9	-2,7	-1,0	-1,7
1995	-2,6	-0,5	-2,6	-1,1	-1,6
1996	-3,0	-0,7	-2,6	-1,1	-1,5
1997	-3,8	-0,8	-3,2	-1,3	-1,8
1998	-4,2	-0,8	-3,6	-1,3	-2,3
1999	-4,7	-0,2	-4,8	-1,3	-3,5
2000	-4,0	-0,1	-4,2	-1,2	-3,0
2001	-4,6	0,5	-5,4	-1,5	-3,9
2002	-1,7	2,9	-5,0	-1,1	-4,0
2003	0,8	4,9	-4,6	-1,0	-3,7

Elaboración propia a partir de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) y de las estimaciones de BCB para el PIB en dólares.

Por un lado, el empeoramiento de la posición comercial brasileña con respecto al resto del mundo se refleja en el veloz cambio de signo de su saldo, que pasa de registrar resultados positivos importantes (entre el 2% y el 4% del PIB) a una situación deficitaria. Esta evolución desfavorable resulta de la debilidad productiva que arrastra el país y, por

consiguiente, de su tendencia a cubrir las necesidades productivas que origina su crecimiento mediante importaciones. Esto se agudiza por el contexto de apertura comercial y de apreciación real de la moneda, que es particularmente adverso para la dinámica exportadora y estimula intensamente la importación. Por ese motivo, durante el período 1993-1997, el crecimiento económico se basa también en el rápido aumento de las importaciones (5,5% anual, ver cuadro 5), frente al lamentable desempeño de las exportaciones (que se reducen a una tasa del -5,3% anual). Como resultado, entre 1992 y 1997 la posición comercial se altera en casi cinco puntos porcentuales del PIB, lo que equivale aproximadamente a 8.500 millones de dólares.

Gráfico 33
Saldo corriente, formación y financiación: 1990-2003
(saldos netos, millones de US\$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

El tránsito de una posición comercial holgadamente superavitaria a otra deficitaria supone la desaparición del mecanismo mediante el cual Brasil obtenía buena parte de los recursos necesarios para afrontar sus pagos externos en los años ochenta. Sin embargo, estos pagos externos no se reducen, sino que se incrementan, como recoge el gráfico 33: hasta 1995 las salidas netas de rentas se mantienen en torno a 10.000 millones de dólares anuales (la misma cuantía que durante los años ochenta) y se incrementan a partir de entonces hasta llegar a casi 15.000 millones de dólares en 1997. Estas salidas suponen un promedio del 1,8% del PIB entre 1993 y 1997 (cuadro 6).

El tipo de rentas que durante estos años Brasil abona al resto del mundo refleja la naturaleza de los flujos financieros internacionales que capta el país. Es por ello que las rentas asociadas a la inversión en cartera se multiplican por más de once entre 1992 y 1997, pasando de 476 a 5.635 millones de dólares al año, mientras que las rentas que retribuyen a la inversión directa tienen un crecimiento menor pero también muy importante: se multiplican por más de cinco, subiendo de 862 a 4.581 millones de dólares anuales, y las rentas de otras inversiones, que eran las más voluminosas durante los años setenta y ochenta, se reducen de 6.663 a 4.710 millones de dólares.

Por último, el saldo de servicios, históricamente negativo para Brasil, se incrementa entre 1992 y 1997 en medio punto porcentual del PIB, lo cual se explica en gran parte por el incremento de los pagos relacionados con la presencia del capital extranjero³⁰⁰. Las salidas por servicios financieros se multiplican por diecisiete, incrementándose de 48 a 811 millones de dólares³⁰¹, mientras que las salidas asociadas a *royalties* y licencias, así como las de servicios informáticos, ambas muy vinculadas al capital productivo foráneo instalado en el país, se multiplican por dieciséis y por cinco respectivamente³⁰². En suma, la salida neta de recursos asociada a estos tres conceptos pasa de suponer el 0,06% al 0,28% del PIB en 1997. De ese modo, se incrementa la voluminosa cantidad de recursos externos que Brasil necesita en aproximadamente de 2.000 millones de dólares adicionales al año.

En resumen, el deterioro de la balanza por cuenta corriente surge de sus tres sub-balanzas: la fuerte salida de recursos destinados al pago de las rentas del capital extranjero, los crecientes pagos realizados en concepto de servicios y el cambio de signo de los intercambios comerciales, que dejan de proveer de recursos externos y pasan a demandarlos³⁰³. Ese creciente déficit corriente se traduce en un rápido incremento de la dependencia del país con respecto a la captación de capital extranjero.

8.3.2. Una dificultad adicional: naturaleza del ahorro externo captado

Aunque incrementa su dependencia con respecto al capital internacional y se deteriora su situación financiera externa, a la altura de 1997 Brasil no arroja indicadores de fragilidad extrema. Ese año necesita la nada despreciable cantidad de 30.455 millones de dólares

³⁰⁰ También se incrementan de forma notable las salidas de servicios derivadas de viajes internacionales (en buena parte debido a la apreciación cambiaria), que pasan de 337 a 4.377 millones de dólares.

³⁰¹ Incluimos en el cálculo las salidas por servicios de seguros.

³⁰² Entre 1992 y 1997 pasan de 53 millones de dólares a 848 millones y de 119 millones a 589 millones de dólares respectivamente.

³⁰³ En 1997 el saldo de rentas constituye casi la mitad, el 48,9% del déficit corriente. El saldo de servicios y el comercial suponen el 35% y el 22,2% respectivamente.

para sostener su dinámica de crecimiento, pero el déficit de la cuenta corriente es inferior al 4% del PIB y en sí mismo no puede considerarse insostenible.

Otro tanto sucede con los indicadores de endeudamiento externo, que siguen subiendo de forma preocupante, pero por sí solos tampoco anuncian un peligro inminente. La deuda externa bruta crece desde 135.949 millones de dólares en 1992 a casi 200.000 millones de dólares en 1997. Ese año la deuda externa bruta supone el 23% del PIB, mientras que equivale al 17% en términos netos; ambos valores son inferiores a los registrados tanto en la década de los ochenta como en los primeros años noventa³⁰⁴. El servicio de la deuda externa gana sólo cuatro décimas con respecto al PIB entre 1992 y 1997, pasando del 4,4% al 4,8%, aunque debido al descenso de las exportaciones, sobre éstas sí acusa un fuerte crecimiento, pues aumenta desde el 47,7% al 76,2% del PIB.

Sin embargo, la situación de vulnerabilidad en la que se encuentra Brasil es más arriesgada de lo que expresan esos indicadores. Esto se debe a que el ahorro externo del que depende es potencialmente muy volátil y a partir de 1997 esa posibilidad se convierte en realidad: los movimientos del capital extranjero (principalmente inversiones en cartera) se hacen cada vez más inestables e imprevisibles.

En efecto, la naturaleza de los flujos que sostienen el desequilibrio externo durante estos años no garantiza su sostenibilidad en el tiempo, por lo que son elevadas las probabilidades de que ante cualquier contingencia el capital extranjero abandone súbitamente Brasil. La entrada de inversión en cartera más voluminosa se registra entre 1995 y 1997 y equivale al 133,8% del total de recursos externos netos que consigue el país³⁰⁵. Si dentro de este tipo de flujos seleccionamos las partidas con menor horizonte temporal y añadimos los créditos de corto plazo (incluidos en otras inversiones), obtenemos que la participación de la financiación de menor plazo dentro del saldo financiero neto alcanza el 147,2%³⁰⁶.

Si comparamos el stock acumulado desde 1990 de inversiones directa y en cartera se comprueba que a mediados de 1996 la parte acumulada de la inversión en cartera asciende a 100.000 millones de dólares, mientras la de inversión directa no llega a 15.000

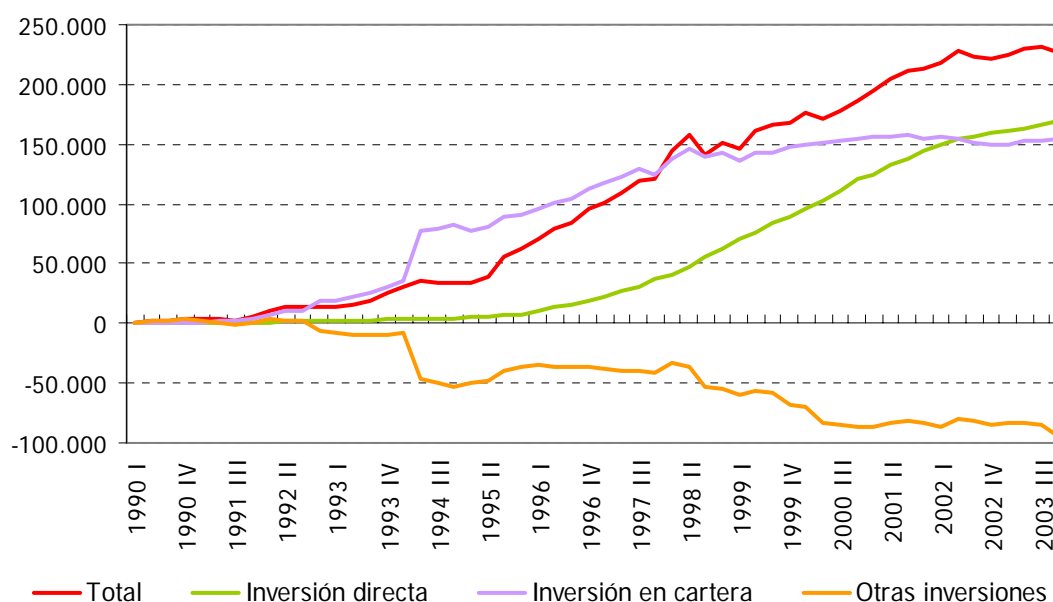
³⁰⁴ La deuda externa bruta y neta son cada una el 30,6% y el 25,6% del PIB en 1990-1994. Recordemos que los datos de deuda externa sobre el PIB, así como los demás indicadores de endeudamiento externo, se calculan a partir de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

³⁰⁵ El ratio es superior a 100 debido a que la partida de otras inversiones registra un saldo neto negativo.

³⁰⁶ Sustraemos del saldo de inversión en cartera los títulos que la balanza de pagos clasifica como de largo plazo, e incluimos los créditos anotados como de corto plazo de la partida otras inversiones. Hay que considerar, además, que estos últimos están infravalorados (Carneiro, 2002: 288-294).

millones³⁰⁷. A esto habría que añadir que se registra una entrada neta de créditos de corto plazo, a pesar de que el país desacumula pasivos externos en la partida de otras inversiones, según recoge el gráfico 34. Este gráfico también permite apreciar que el intercambio de créditos por bonos realizado en 1994 dentro de la operación Brady tiene un impacto muy significativo en la conformación del stock de capital extranjero que mantiene Brasil: entre el primer y el segundo trimestre de 1994 el stock de inversión en cartera se duplica. Por su parte, la captación neta de inversión directa gana peso a partir de finales de 1996; pero, no obstante, su monto acumulado asciende a 37.082 millones de dólares a finales de 1997, por lo que la inversión en cartera continúa manteniendo una presencia muy superior, con 125.164 millones de dólares.

Gráfico 34
Stock de capital extranjero: 1990-2003
(millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos trimestrales de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).
Se incluye la operación Brady. La numeración del eje horizontal indica años y trimestres.

En definitiva, la vulnerabilidad externa de Brasil se intensifica en el curso de esos años conforme aumenta su dependencia del capital internacional y la mayor parte de éste se compone de flujos financieros, ya que su propia vocación de valorización en el corto plazo y su mayor grado de liquidez hace que sean potencialmente más volátiles. Aumentan así las probabilidades de que los flujos que financian el desajuste externo se interrumpan por razones ajenas al comportamiento de la economía brasileña.

³⁰⁷ Exactamente, entre 1990 y el segundo trimestre de 1996 se registra una captación neta acumulada de 100.669 millones de dólares de inversiones en cartera, frente a 14.545 millones de inversiones directas.

8.4. *Shock* externo y colapso súbito del crecimiento

8.4.1. El detonante más inmediato: la moratoria rusa de agosto de 1998

La amenaza que supone esa creciente vulnerabilidad externa en la que se desenvuelve Brasil no se materializa en desastre hasta que en 1998 un *shock* de origen externo precipita el descalabro del país. En esta ocasión el impacto procede del cambio de la estrategia de los inversores internacionales con respecto a los activos de las economías emergentes³⁰⁸. El cambio comienza a producirse a finales de 1997, tras las crisis del sudeste asiático, pero su impacto sobre Brasil llega de forma definitiva con la declaración de la moratoria para el pago de su deuda externa declarada por el gobierno de Rusia en agosto del año siguiente.

Efectivamente, Brasil consigue reponerse con cierta rapidez de las consecuencias de las crisis del sudeste asiático. En octubre de 1997 el “efecto contagio” provoca salidas de capitales importantes, hasta el punto que la cuenta financiera experimenta ese mes un saldo negativo de más de 4.500 millones de dólares, y las reservas internacionales del país sufren una caída de casi 10.000 millones de dólares entre septiembre y noviembre. Frente a ello, el gobierno intensifica los estímulos en los que basa su captación de capital extranjero: incrementa brutalmente los tipos de interés y acelera el programa de privatizaciones³⁰⁹, y además anuncia un nuevo paquete de ajuste fiscal. Como se aprecia en el gráfico 35, las medidas surten el efecto deseado y en pocos meses el episodio parece haberse superado: el saldo de la cuenta financiera ya es positivo en el mes de noviembre y alcanza un máximo mensual de más de 12.400 millones de dólares en marzo de 1998. Igualmente, las reservas comienzan a recuperarse a partir de enero, de forma que en marzo ya superan el nivel previo a las crisis asiáticas, mientras que el riesgo-país comienza a reducirse desde el inicio de 1998³¹⁰.

Pocos meses después de haberse repuesto del impacto, el anuncio de la moratoria rusa en agosto de 1998 golpea a Brasil de forma definitiva (ANDIMA 1998 y Carneiro, 2006: 173-205), de modo que durante el denominado “septiembre negro” el capital extranjero

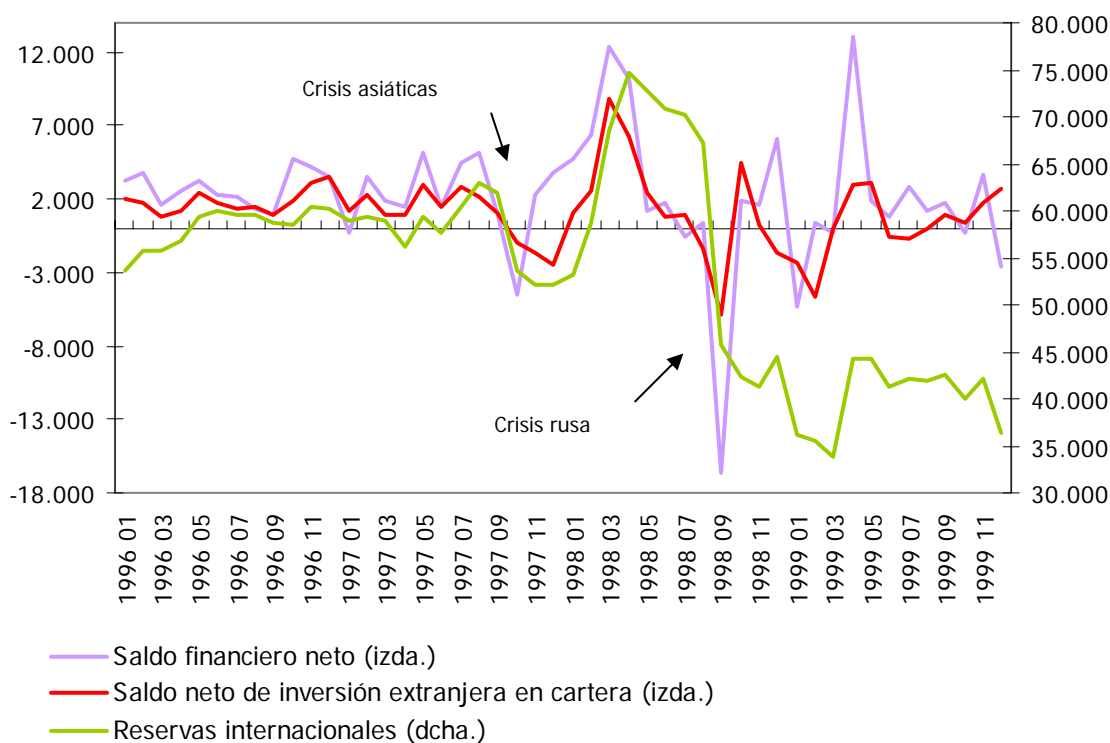
³⁰⁸ El período de turbulencias financieras que se inicia con las crisis del sudeste asiático supone una reorientación drástica de las estrategias de los inversores internacionales respecto a los emergentes: optan bien por retiradas súbitas, bien por endurecer sobremanera sus condiciones para permanecer en estos países.

³⁰⁹ En el capítulo 11 analizamos con detalle la respuesta del gobierno brasileño frente a las salidas y las amenazas de salida de capital extranjero que se producen a partir de este momento.

³¹⁰ El riesgo país expresa los puntos básicos de los *C-Bonds* brasileños (el principal título negociado en los mercados internacionales) respecto a los títulos del Tesoro de EEUU. Es una medida, por tanto, del rendimiento adicional que se exige a los activos financieros del país respecto a los considerados más seguros.

abandona precipitadamente el país. Las entradas de inversión extranjera en cartera se desploman, pasando de un flujo mensual de 5.300 millones en agosto a 1.800 millones de dólares en septiembre. Simultáneamente, las salidas se disparan: entre agosto y septiembre salen más de 14.300 millones de dólares. Es decir, en sólo dos meses sale del país más de la mitad de la captación financiera neta total realizada en el año anterior³¹¹. Consiguientemente, según recoge el gráfico 35, el saldo mensual de la cuenta financiera se hunde y registra un resultado negativo de casi 16.700 millones de dólares. Por tanto, las reservas internacionales con las que cuenta Brasil, que hasta agosto sobrepasan los 70.000 millones, se reducen a 45.700 millones de dólares³¹².

Gráfico 35
Captación neta de recursos externos y reservas: 1996-1999
(millones de US\$)



Datos trimestrales de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).
La numeración del eje horizontal indica años y trimestres.

En esta ocasión la estampida del capital extranjero activa una espiral imposible de controlar: de un lado, su abandono deteriora brutalmente la delicada situación financiera del país y, de otro, se une el doble efecto disuasivo que esas salidas generan: estimulan la

³¹¹ En 1997 el saldo neto de la cuenta financiera es de 25.408 millones de dólares.

³¹² Los datos de reservas internacionales los obtenemos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

salida de otros capitales y desincentivan la entrada de otros nuevos; es lo que se conoce como la “pérdida de credibilidad” de ese mercado para los inversores internacionales.

Es por ello que en el “septiembre negro” de 1998 la posición financiera de Brasil empeora de forma definitiva. Los indicadores de sostenibilidad externa aceleran su deterioro. La escalada del déficit corriente lo sitúa por encima del 4% del PIB a partir de octubre de 1998 y los niveles relativos de endeudamiento externo (cruciales en la percepción del riesgo que los mercados financieros internacionales tienen sobre el país) empeoran severamente: en el cuarto trimestre de 1998 la deuda externa ha ganado casi siete puntos porcentuales sobre el PIB con respecto al año anterior³¹³, mientras que el ratio entre el servicio de la deuda y las exportaciones se incrementa del 72,6% al 87,4%. Por último, en 1998 la proporción media entre las reservas internacionales que posee el país y el servicio de su deuda externa es igual a la unidad, es decir, Brasil tendría que utilizar todo su stock de reservas para atender el servicio anual de su deuda. En resumen, la situación financiera en la que queda el país tras la estampida de capitales de finales de 1998 ya sí puede considerarse alarmante.

La “pérdida de credibilidad” de Brasil no hace más que ahondar su crítica situación. La desconfianza de los mercados financieros internacionales se dispara: el riesgo país escala de los 632 puntos en julio de 1998 a 1.398 en septiembre. Las dificultades para mantener la paridad de la moneda y atender a sus pagos externos aumentan, debido precisamente a que la percepción de un riesgo elevado continúa alimentando la huida del capital extranjero, que se resiste a socorrer al país. A pesar de que durante esos meses está en curso la privatización de *Telebrás*, lo que constituye un estímulo para la entrada de flujos importantes de inversión directa³¹⁴, las entradas en cartera son tan reducidas y las salidas tan importantes, que la modestísima captación neta de recursos externos de octubre y noviembre es insignificante respecto al fatídico resultado del mes de septiembre. Brasil es, por tanto, incapaz de reponer su deteriorado nivel de reservas internacionales, que alcanza un mínimo de 41.189 millones de dólares en noviembre. Consiguientemente, los mercados internacionales siguen considerando que esa economía es un destino muy arriesgado, de manera que todavía en diciembre el riesgo-Brasil registra un valor extremadamente alto (1.248 puntos), lo cual sigue retroalimentando la espiral de desconfianza y la retirada de financiación internacional.

³¹³ Pasa del 23,9% del PIB en el último trimestre de 1997 al 30,7% en el último trimestre de 1998.

³¹⁴ En julio de 1998 se privatiza la telefónica *Telebrás*, y durante los primeros días de agosto se resuelve la subasta y se registra el consiguiente ingreso de inversión extranjera directa.

Esta espiral ya no se puede desactivar. No consiguen detenerla ni la utilización por parte del Estado de sus habituales instrumentos de captación de capital extranjero, ni la firma en diciembre de 1998 de un acuerdo con el FMI que incluye un paquete de ayuda de emergencia de 42.000 millones de dólares³¹⁵. Entre diciembre de 1998 y enero de 1999 la inversión en cartera registra salidas netas de 4.033 millones de dólares adicionales, mientras que el hundimiento del nivel de reservas también parece imparable: la última semana de 1998 la pérdida de reservas supera los mil millones de dólares al día (Gremaud *et al.*, 2002: 490). En esas condiciones, la crisis cambiaria es inminente.

El gobierno se resiste hasta el último momento a dejar fluctuar su moneda, a pesar de que el régimen cambiario es a todas luces insostenible³¹⁶. Finalmente, el 13 de enero de 1999 el *Banco Central do Brasil* adopta un sistema de bandas cambiarias más laxo (con límites entre 1,20 y 1,32 reales por dólar), con revisión de los límites cada tres días. Se prevé que con este sistema se produzca una depreciación del real de en torno al 12-15% hasta final del año. Sin embargo, el primer día de funcionamiento del nuevo sistema la cotización del real se sitúa en el techo de las bandas y se gastan más de mil millones de dólares en defender este valor. Por ello, el 15 de enero, sólo dos días después de haberse puesto en marcha ese sistema, la paridad termina de saltar por los aires y el banco central deja fluctuar la moneda³¹⁷. Inmediatamente, el real se deprecia aproximadamente un 25% con respecto al mes anterior, y lo hará de nuevo otra vez en la misma proporción en febrero. Hay que destacar, no obstante, que la crisis cambiaria no va acompañada de la suspensión de pagos por parte del país ni de una crisis en el sector bancario.

8.4.2. Colapso súbito y duradero del crecimiento

La brusca huida del capital extranjero registrada entre la declaración de la moratoria rusa en agosto de 1998 y el estallido de la paridad cambiaria en enero de 1999 tiene un efecto demoledor sobre la dinámica de crecimiento del país. El cortocircuito de la actividad productiva es inmediato. En el cuarto trimestre de 1998 se hunden todos los indicadores de crecimiento. La tasa de crecimiento del PIB cae un 2% con respecto al trimestre

³¹⁵ Mediante este acuerdo el gobierno brasileño institucionaliza su compromiso cambiario y fiscal: se compromete a persistir en las devaluaciones mensuales del 0,6% mensual y se impone metas de superávit primarios del 2,6% en 1999 y del 2,8% y el 3% para los dos años siguientes. Información sobre el acuerdo en <http://www.imf.org/external/np/loi/111398.htm>

³¹⁶ El propio acuerdo con el FMI, que impone un límite mínimo al nivel de reservas, es considerado una señal de la inminente devaluación.

³¹⁷ Coinciden algunas señales que minan la confianza de los mercados financieros internacionales: la alta rotatividad de cargos en la dirección del BCB, el rechazo por parte del Congreso a medidas de ajuste fiscal y la moratoria de deuda declarada por el gobernador de Minas Gerais (la conocida como "moratoria minera", que tiene mucho impacto mediático). Ver Giambiagi y Além (2001: 183).

anterior y la industria manufacturera acusa un retroceso del 7,6%, que se concentra en las líneas productivas que habían dinamizado el crecimiento en los años previos: la producción de bienes de consumo duradero se desploma en estos meses, reduciéndose un 15,5% con respecto al tercer trimestre de 1998.

El cambio de actitud de los inversores internacionales respecto a Brasil es prolongado y, aunque no abandona completamente el país, en 1998-2003 reducen considerablemente sus entradas netas.

Según ilustra el gráfico 30, los flujos de inversión en cartera siguen siendo los que protagonizan la retirada: en el primer trimestre de 1999 las entradas brutas son de sólo 6.500 millones de dólares, tres veces menos que un año antes (18.920 millones de dólares en el primer trimestre de 1998) y el promedio trimestral entre 1999 y 2003 es de 8.859 millones de dólares. Como las salidas siguen siendo voluminosas, la captación neta de este tipo de financiación internacional se reduce sustancialmente: entre 1998 y 2003 la captación neta es de sólo 4.858 millones de dólares al año, mientras que durante 1993-1997 era de 12.946 millones, excluyendo de estos cálculos el intercambio de pasivos de la operación Brady. El demoledor efecto de la retirada de la inversión en cartera se compensa durante un breve período con las entradas de la inversión directa que acude a participar en las privatizaciones más suculentas³¹⁸.

Este oportuno interés hacia las privatizaciones brasileñas mitiga el efecto de la desbandada de la inversión en cartera, pero no es suficiente para compensarla. Como recoge el gráfico 29, en 1998 Brasil todavía logra una entrada neta de recursos externos equivalente a la de los años anteriores, pero en 1999 sólo obtiene 16.981 millones de dólares, y más de la cuarta parte corresponde al paquete de ayuda del FMI liberado en abril³¹⁹. Durante los años siguientes, Brasil continúa recibiendo financiación internacional en una proporción inferior a la de los previos: entre 1999 y 2003 capta un promedio de 15.061 millones de dólares al año, la mitad de lo que recibía pocos años atrás.

Como el cambio de comportamiento del capital extranjero es duradero, también lo es la interrupción del crecimiento económico. En efecto, el país no consigue reponerse del súbito colapso que registra su actividad productiva a finales de 1998 y, como recoge el gráfico 31, el cortocircuito que sufre la economía abre paso a un período de bajo crecimiento que es más prolongado de lo que había sido el periodo de expansión: entre

³¹⁸ Entre 1998 y 2001 Brasil recibe más de 27.000 millones de dólares anuales por inversión directa. En el capítulo 10 se analiza el papel de las privatizaciones en la captación de inversiones directas.

³¹⁹ En diciembre de 1998 Brasil había recibido otro paquete de 4.810 millones de dólares.

1998 y 2003 (a pesar de que en 2000 crece al 4,4%) la actividad económica registra un crecimiento medio del 1,5% anual. En términos de producción per cápita, la situación es de bloqueo en sentido literal, ya que sólo crece a un promedio del 0,01% cada año. Por su parte, el sector industrial registra un crecimiento del 0,6%, y la producción de bienes de consumo duradero se reduce a un ritmo anual del -0,9% (ver cuadro 5). Así pues, la economía sufre la parálisis productiva de lo que habían sido las actividades más dinámicas durante los años de crecimiento.

Otro tanto se observa desde el lado de la demanda (ver cuadro 6). El consumo público interrumpe su expansión y sólo crece a una media del 1% anual, mientras que la inversión privada también reduce abruptamente su crecimiento y registra una tasa anual del 0,9%, de modo que como la inversión pública se reduce fuertemente (-10,9% anual), la inversión total registra un retroceso del -0,8% cada año. Por su parte, el consumo de las familias permanece casi estancado, con una tasa de variación anual del 0,6%. En consecuencia, el conjunto de la demanda interna se paraliza durante los años posteriores a 1997 y es el saldo exterior el que tiene un mayor dinamismo, merced a que las exportaciones crecen a buen ritmo (aprovechando la profunda depreciación de la moneda) mientras las importaciones se contraen notoriamente.

En definitiva, a partir de 1998 Brasil recibe mucha menos financiación internacional y la dinámica de crecimiento que operó entre 1993 y 1997 se desactiva. Pero no por ello el gobierno brasileño abandona su estrategia basada en la captación de ahorro externo. Por tanto, aunque el crecimiento se interrumpe, el esquema de funcionamiento económico que opera durante esos primeros años se mantiene hasta 2003. Dentro de dicho esquema la conformación de un nuevo escenario financiero juega un papel fundamental. Los dos próximos capítulos se dedican al análisis de este tema.

Capítulo 9

Un nuevo escenario financiero I: expansión del mercado de deuda pública garantizada

La puesta en marcha de la nueva estrategia y la fuerte entrada de inversiones extranjeras transforman radicalmente el escenario financiero brasileño. En el presente capítulo se analiza cómo la actuación del Estado, los inversores internacionales que compran activos financieros desde el extranjero y el capital financiero instalado en Brasil (nacional y foráneo) resultan en un crecimiento formidable del que pasa a ser el principal mercado financiero del país: el de deuda pública garantizada. Según explicamos, el auge de este negocio rentista es muy importante durante la fase de crecimiento y se acentúa más a partir de 1997-1998.

En el primer apartado se aborda cómo el Estado, obligado por sus persistentes déficit fiscales y preocupado por atraer inversiones extranjeras, juega un papel decisivo creando las condiciones que favorecen la expansión de este mercado: emite una cantidad enorme de títulos públicos, garantiza las condiciones financieras que favorecen su adquisición y protege a los inversores de los principales riesgos financieros (variaciones del tipo de interés y del tipo de cambio). El siguiente apartado muestra cómo el capital exterior responde a esas condiciones ventajosas y se concentra, fundamentalmente, en la compra de esa deuda pública garantizada. Simultáneamente, los inversores extranjeros penetran con fuerza en el sistema financiero del país, sobre el que llegan a establecer un control bastante amplio. De esta forma, su protagonismo como compradores de títulos públicos se canaliza por dos vías: las compras realizadas mediante inversiones en cartera y las que realizan los agentes financieros foráneos instalados en el país. Por último, se analiza cómo el capital financiero que opera en Brasil (bancos, fondos de inversión y fondos de pensiones), responde a las oportunidades de negocio que ofrece la deuda del Estado e

inunda sus carteras con títulos públicos indexados. La interacción de estos elementos determina que el negocio de la deuda pública garantizada -que surgió en los años ochenta- se expanda a un ritmo formidable y domine de forma abrumadora el escenario financiero del país.

9.1. El Estado: creador del mercado de deuda pública y de las condiciones que favorecen su crecimiento

El Estado empieza por crear las condiciones para que surja el nuevo escenario financiero y después, cuando se interrumpe la fase de crecimiento de 1993-1997, sigue estimulándolo con la intención de mantener entrada del capital extranjero. En primer lugar, el gobierno atrae a esas inversiones exteriores porque emite un volumen enorme de activos financieros muy rentables: títulos de deuda pública. En segundo lugar, garantiza que las condiciones monetarias y financieras sean favorables a la entrada de los inversores internacionales y al desarrollo de este mercado financiero; tras la crisis cambiaria de enero de 1999 atender a estos requisitos obliga a modificar su política económica: en ausencia del ancla cambiaria se hace necesario endurecer la política monetaria e introducir el ajuste fiscal. En tercer lugar, el Estado asume porciones crecientes del riesgo asociado a las colocaciones financieras que realizan los inversores, protegiendo especialmente los rendimientos asociados a sus títulos de deuda mediante la indexación.

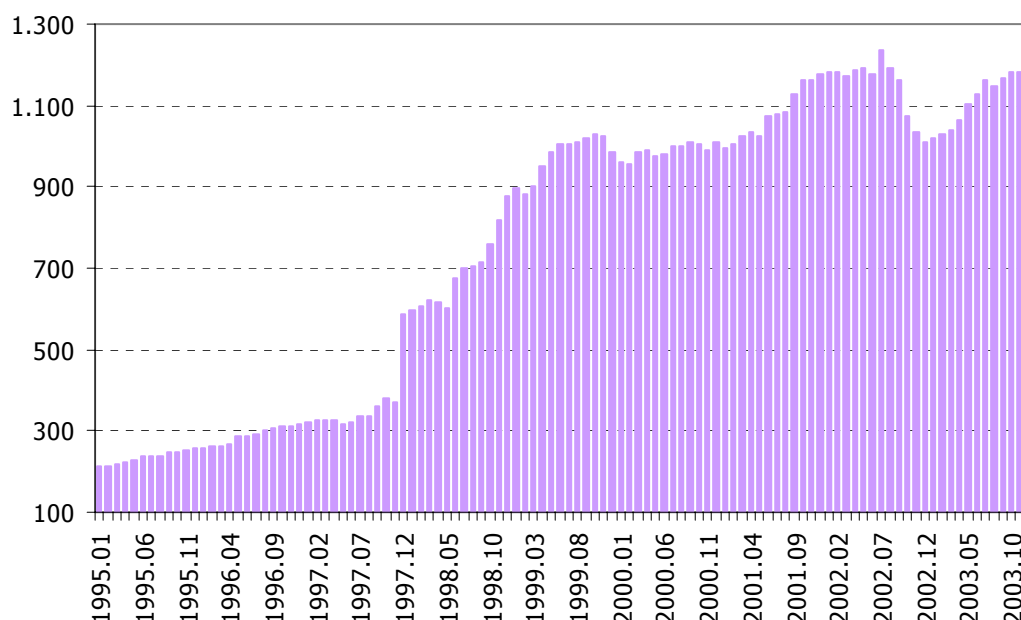
9.1.1. Emisiones masivas de deuda pública

Según adelantamos en el capítulo anterior, durante los años de crecimiento el Estado deteriora velozmente su situación financiera: en 1994 registra todavía un superávit operacional equivalente al 1,6% del PIB, pero la situación fiscal da un vuelco repentino al año siguiente, de forma que entre 1995 y 1997 el déficit promedio es elevado, del -4,2%³²⁰. La financiación de estos déficit se efectúa mediante la emisión de títulos de deuda interna. Como se analiza en el capítulo 11, esta dinámica fiscal genera gastos financieros crecientes y deriva en la aparición de nuevos déficit operacionales que obligan a volver a incrementar el nivel de endeudamiento y, por ende, las emisiones de títulos. Además, una vez abierto el período de turbulencias financieras internacionales que se inaugura con las crisis del sudeste asiático y que se reducen los atractivos que Brasil ofrece a los inversores extranjeros, las emisiones de deuda pública se convierten en un reclamo fundamental para la atracción de capital extranjero.

³²⁰ Los resultados fiscales sobre el PIB se obtienen de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

Como resultado, a lo largo de estos años las emisiones de títulos públicos se disparan. Según ilustra el gráfico 36, entre enero de 1995 y noviembre de 1997 ya registran un crecimiento muy importante, del 73,4%³²¹. Posteriormente, la desbandada de capitales durante las crisis asiáticas es atajada, además de mediante la abrupta subida del tipo de interés, con la emisión masiva de títulos públicos: sólo en un mes, entre noviembre y diciembre, las emisiones se incrementan un 58,5%³²². Desde entonces, las emisiones desaforadas continúan, de forma que desde 1999 su valor en términos reales cuadriplica al correspondiente a 1995, y a mediados de 2002 ya es cinco veces mayor que aquél.

Gráfico 36
Títulos públicos emitidos: 1995-2003
(miles de millones de R\$ deflactados)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

Son títulos emitidos por el *Tesouro Nacional* deflactados por el IGP-DI. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

En suma, la cantidad de activos financieros que el Estado emite en forma de títulos de deuda crece de modo espectacular, alcanzando una dimensión impresionante: asciende de 45.729 millones de dólares en 1994 a 253.334 millones de dólares en 2003³²³.

³²¹ El endeudamiento público se concentra en el gobierno federal, así que nos concentramos en analizar la evolución y composición de los títulos emitidos por el *Tesouro Nacional*.

³²² Como se explica en el capítulo 11, los posteriores episodios de turbulencias financieras internacionales vuelven a coincidir con incrementos formidables de las emisiones de títulos públicos.

³²³ Realizamos el cálculo a partir de la estimación del BCB para el PIB en dólares.

9.1.2. Garante del nuevo marco financiero

El *Plano Real* establece un contexto particularmente propicio para la obtención de rendimientos financieros: inflación controlada, tipos de interés muy elevados y tipo de cambio estable, que supone una apreciación en términos reales. Como se ha analizado, el mantenimiento de estas condiciones se logra gracias a esa política cambiaria, que fue sostenible mientras los inversores internacionales mantuvieron una actitud favorable hacia los mercados emergentes. Pero cuando cesó la entrada masiva de financiación externa ya no se pudo mantener la paridad nominal. Por eso, desde el comienzo de 1999 el gobierno acomete nuevas medidas destinadas a recuperar esas entradas de capital exterior.

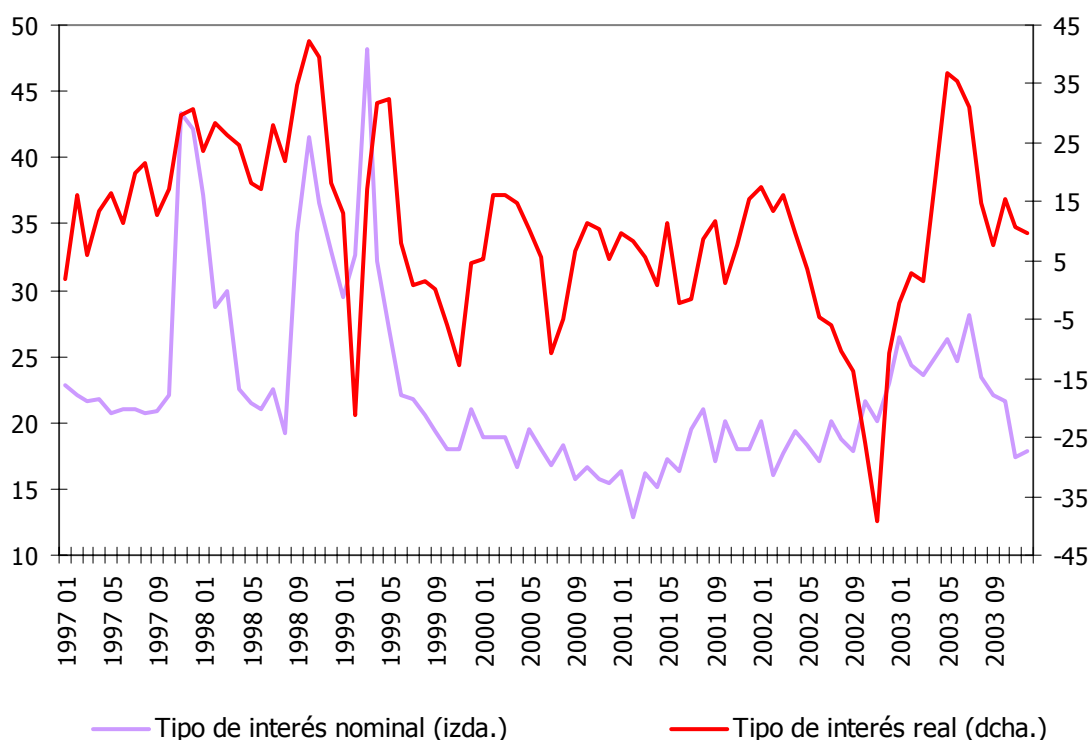
El abandono de la política cambiaria tras el colapso del sistema de bandas en 1999 acaba con los dos rasgos que habían caracterizado el valor externo de la moneda brasileña entre 1994 y 1998: frente a la anterior estabilidad, se inicia una trayectoria muy volátil, y el anterior proceso apreciativo deja de producirse. Como recoge el gráfico 28 (capítulo 8), tras la devaluación de enero de 1999 el tipo de cambio sufre violentas oscilaciones y, como resultado de ellas, el real pierde la apreciación que había acumulado en los años anteriores. Entre el inicio de 1999 y octubre de 2002 la moneda brasileña (en reales por dólar) se deprecia fuertemente: tomando números índices según el valor medio que alcanza en julio de 1994, el tipo de cambio real pasa de 89,5 a 233,2. A partir de entonces el proceso se revierte y se inicia un proceso de revalorización paulatina, de modo que el índice del tipo de cambio real se sitúa en un 157,4 un año después.

Como resultado, a partir de 1999 el tipo de cambio del real respecto al dólar se mantiene por encima del existente antes del lanzamiento del *Plano Real*, por lo que deja de cumplir las funciones que ejerció durante los años de crecimiento: ya no colabora en el control de los precios internos (de hecho, ahora Brasil importa inflación), ni garantiza el valor real de los rendimientos obtenidos en dólares.

En efecto, la depreciación del real ya no es una garantía antiinflacionaria. Aunque se consigue mantener la inflación lejos de los niveles que se registraron en los años ochenta, el crecimiento de los precios se acelera: tras haber descendido del 15% anual al 1,8% entre 1995 y 1998, en 1999 el *Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna* (IGP-DI) crece un 19,9% y en 2002 registra un 27,7%. En promedio, la inflación es del 12,7% anual entre 1998 y 2003. Mantener este nivel, en ausencia del ancla cambiaria, sólo es posible porque el Estado aplica una política monetaria aun más agresiva e inicia el tantas veces anunciado ajuste fiscal.

Para endurecer la política monetaria el gobierno comienza por reformular sus reglas. En junio de 1999 insta un sistema de metas de inflación que toma el *Índice de Preços ao Consumidor Amplo* (IPCA) como índice de referencia y fija como objetivos el 8% para ese año, el 6% para el siguiente y el 4% para 2001, con un margen de fluctuación del 2% (ANDIMA, 1999: 14 y Bresser-Pereira, 2007: 223-229)³²⁴. No se definen los instrumentos a utilizar, sólo la meta de inflación a alcanzar, y se otorga al *Comitê de Política Monetária* (Copom) autonomía para que utilice los medios que juzgue oportunos. Se prevé que la nueva situación cambiaria presionará sobre el crecimiento de los precios internos y desincentivaré la entrada de capitales, por lo que el tipo de interés tendrá que compensar ambos efectos. Para ello es necesario establecer un sistema que permita manejar el tipo de interés con rapidez e intensidad, por lo que en marzo de 1999 se abandona el sistema de bandas establecido en 1996 y se concede al Copom más libertad para manejarlo discrecionalmente (ANDIMA, 1999: 14-15)³²⁵.

Gráfico 37
Tipos de interés: 1997-2003
(% anual)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Mercado Financeiro e de Capitais*).

Se utiliza la *tasa selic* como tipo de interés de referencia, y se obtiene el tipo de interés real deflactando por el IGP-DI. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

³²⁴ El nuevo sistema se establece en el Decreto nº 3.088 del BCB. Las metas de inflación sustituyen al crédito interno como "criterio de desempeño monetario" del FMI.

³²⁵ El presidente del BCB, sin necesidad de convocar al Copom, puede alterar la meta en cualquier momento.

Este organismo hace uso de esta discrecionalidad y establece frecuentes subidas del tipo de interés nominal, manteniéndolo siempre en un nivel elevado. Así, la suave disminución que registró entre 1995 y 1997 (ver gráfico 24, capítulo 7) da paso a una trayectoria muy errática a partir de este año. Según recoge el gráfico 37, además de las brusquísimas subidas a finales de 1997, al término de 1998, y al comienzo de 1999, la volatilidad es intensa³²⁶. En cualquier caso, la autoridad monetaria fija unos tipos de interés nominales que se sitúan permanentemente en niveles muy altos, de modo que el promedio de la *tasa selic* sigue superando el 20% anual (es exactamente el 22% entre 1998 y 2003). Así, a pesar de los repuntes inflacionarios de 1999 y 2002, el tipo de interés real permanece inusualmente alto, arrojando un valor medio del 9,6% anual entre 1998 y 2003, a pesar de que de forma puntual durante algunos meses esos tipos son negativos (gráfico 37). En definitiva, la corrosión inflacionaria no impide que Brasil siga ofreciendo unos tipos de interés que figuran entre los más altos del mundo (Bresser-Pereira, 2007: 176).

La ausencia del ancla cambiaria exige la entrada en juego de la política fiscal³²⁷. De un lado, la austeridad del Estado debe colaborar con la severidad de los tipos de interés en el control de la inflación. Y de otro, cumple la misión, vital ante la actitud recelosa de los inversores extranjeros, de garantizar la solvencia del Estado, su principal deudor y el garante último de todos sus rendimientos.

Al igual que el anclaje cambiario convierte el nivel de reservas en el indicador de sostenibilidad del sistema, la eficacia del ancla fiscal se basa en la capacidad estatal de acumular superávits primarios que permitan seguir pagando los intereses de la deuda pública. Es por ello que el "criterio de desempeño" que impone el FMI deja de ser el saldo total del presupuesto y pasa a ser el resultado primario (Bresser-Pereira, 2007: 172-173)³²⁸. En marzo de 1999 el gobierno firma un acuerdo con el FMI mediante el cual se endurecen las metas para lograr superávits primarios ya comprometidas en el acuerdo del año anterior: se establece como objetivo el 3,1% del PIB para 1999, el 3,25% para el año siguiente y el 3,35% para 2001 (Giambiagi y Além, 2001: 182-189). En 2000 el gobierno anuncia que su compromiso fiscal se extiende más allá de este acuerdo: supera las metas establecidas e institucionaliza por su cuenta el ajuste fiscal, autoimponiéndose por ley la obligación de definir la meta de superávit primario para el año siguiente y una referencia

³²⁶ Esto se debe a que, como se explica en el capítulo 11, a partir de 1997 el Copom responde a las turbulencias financieras internacionales que amenazan o efectivamente golpean al país con abruptas subidas del tipo de interés.

³²⁷ Sobre el papel del ancla fiscal a partir de 1999 recomendamos Giambiagi y Além (2001: 181-208), Carneiro (2006: 207-229) y Bresser-Pereira (2007: 185-186).

³²⁸ Frente a las "metas indicativas" el "criterio de desempeño" es el indicador que el FMI vincula a la liberación de recursos.

para los dos próximos. El compromiso estatal con el capital financiero que compra activos financieros nacionales en general, y títulos públicos en particular, no puede blindarse de forma más férrea.

Esta vez los compromisos fiscales sí se cumplen. Sin posibilidad de recurrir a la inflación como mecanismo para devaluar sus gastos y con el programa de privatizaciones prácticamente concluido, el Estado sólo puede obtener esos superávits primarios mediante el severo recorte de sus gastos no financieros³²⁹. Para ello se acometen cambios legales de envergadura, entre los que destacan la reforma administrativa y de la seguridad social que permiten una reducción muy importante de los gastos de personal, y la *Lei de Responsabilidade Fiscal*, que establece límites máximos para este tipo de gastos (Bresser-Pereira, 2007: 189-196)³³⁰. Entre 1998 y 2003 el Estado brasileño reduce bruscamente sus gastos: la inversión, que ya venía disminuyendo, registra una tasa de crecimiento negativa del -10,9% anual; y el consumo, que históricamente ha dinamizado el crecimiento de la economía con incrementos muy por encima del ritmo de variación de la producción, ahora sólo crece al 1% cada año. Como resultado, 1999 es el primero de una serie de años en los que el gobierno obtiene superávits primarios abultados. Ese año logra un saldo positivo del 3,2% sobre el PIB, y los posteriores superávits superan el 3,5%. No obstante, según se aborda en el capítulo 11, los gastos financieros son tan importantes que la situación fiscal continúa siendo crítica.

9.1.3. Asunción del riesgo asociado a las inversiones financieras

El Estado completa su oferta de abundantes activos financieros que se retribuyen con tipos de interés inusualmente elevados, con la asunción de partes crecientes del riesgo inherentemente asociado a esos niveles de rentabilidad. De esta forma, quiebra el principio de compensación entre rentabilidad y riesgo que presuntamente rige las operaciones financieras. Los mecanismos con los que el sector público asume el riesgo privado se intensifican según aparecen nuevos indicios de incertidumbre financiera. Por un lado, dado que el grueso de las colocaciones financieras rinde intereses, desde finales de 1997 la volatilidad del tipo de interés se convierte en una fuente importante de incertidumbres, a la que se suma la volatilidad del tipo de cambio desde enero de 1999, que alimenta el riesgo cambiario.

³²⁹ Según datos de Giambiagi y Além (2001: 203) el 76,5% del incremento del superávit primario en 1999 se deriva del recorte de los gastos.

³³⁰ También se puede consultar Giambiagi y Além (2001: 190-194) y Carneiro (2006: 215-219).

El papel del Estado como factor de certidumbre es particularmente importante en el caso de la principal colocación financiera del país: los títulos de deuda pública. El viejo e ingenioso mecanismo de la indexación es un seguro idóneo para los compradores de títulos, ya que en caso de fluctuación desfavorable para el rendimiento del activo la pérdida recae sobre el Estado.

Aquellos viejos títulos indexados a los índices de precios, que componían la mayor parte de las emisiones de títulos durante los años ochenta (el 92% en 1985), dejan de tener sentido y prácticamente desaparecen cuando se erradica la hiperinflación: pasan de ser el 33,2% del total de emisiones en 1993 al 2,4% en 1996 (consultar tabla 5 del anexo)³³¹. Paralelamente, el lanzamiento del *Plano Real* dispara las emisiones de títulos públicos garantizados frente a las oscilaciones del tipo de interés. Según recoge el gráfico 38, este tipo de títulos crece con rapidez, aumentando su participación en el total de las emisiones del 12,8% en 1993 al 47,1% en 1995³³². El grueso de ese aumento se explica por las emisiones masivas de *Letras Financeiras do Tesouro* (LFT), cuya participación sube del 6,3% al 29,3% en esos años. Estos títulos son tan atractivos para el inversor como costosos para el emisor debido a que su precio se reajusta diariamente según el valor de la *tasa selic*. Por su parte, la estabilidad cambiaria de los primeros años redundaba en una disminución de los papeles públicos protegidos frente a las oscilaciones del valor externo de la moneda, que pasan del 15,5% en 1994 a cerca del 8% los dos años siguientes.

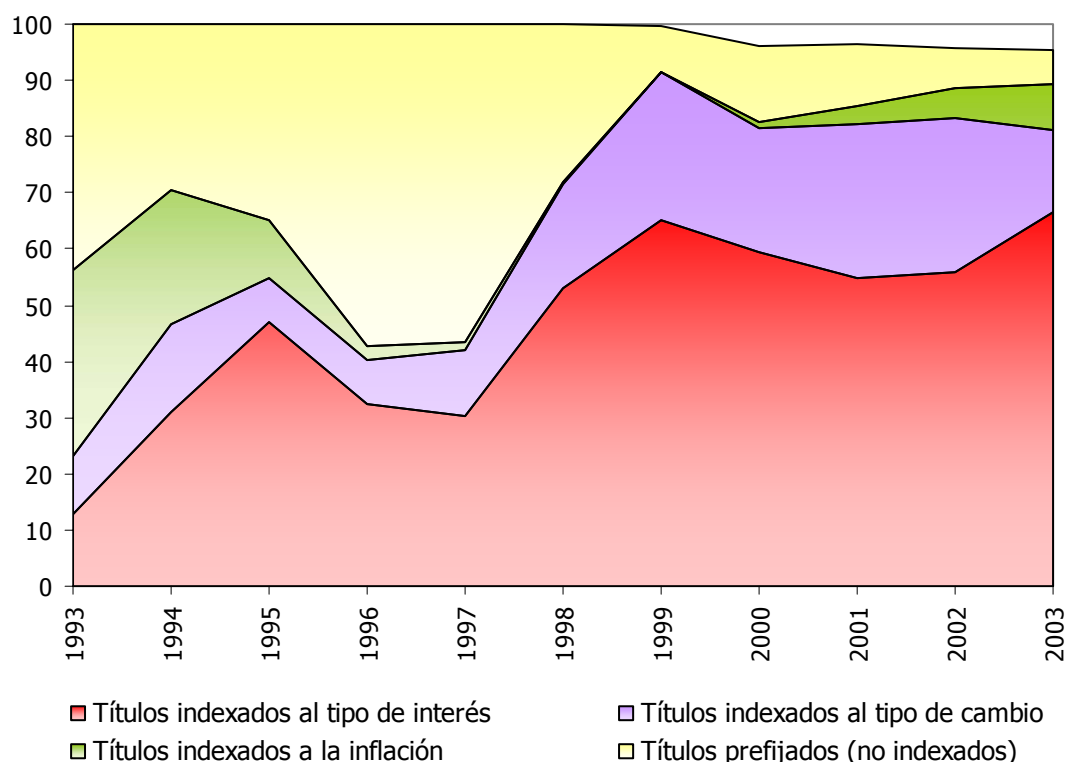
Es así que según aparece o se agudiza el riesgo financiero asociado a los títulos públicos las emisiones indexadas aceleran su crecimiento. Como vemos en el gráfico 38, entre 1997 y 1999 las emisiones de títulos indexados al tipo de interés se disparan, de forma que en sólo dos años más que duplican su peso relativo sobre los títulos públicos, que pasa del 30,3% al 65,2%. En realidad, los títulos que inundan el mercado de deuda pública son las LFT, que en 1999 representan el 61,5% sobre el total de títulos, equivalente al 94,3% de los títulos indexados al tipo de interés. El predominio de los títulos protegidos frente a las oscilaciones de los tipos de interés permanece en los años siguientes, con una participación media del 57% sobre el total de títulos entre 1999 y 2003, y dentro de ellos los corregidos diariamente según las variaciones del tipo de interés (las LFT vinculadas a la *tasa selic*) siguen suponiendo su práctica totalidad (94,5%)³³³.

³³¹ Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*). Análisis detallados sobre las características técnicas de los títulos públicos brasileños se pueden encontrar en Leal y Carvalhal (2006: 23-25), Rudge (2006: 362), Luquet (2007) y <http://www.bcb.gov.br/htms/Infecon/FinPub/cap6p.pdf>

³³² Incluimos en los cálculos los títulos federales indexados a la *tasa selic* (las LFT), a la *tasa referencial* (TR) y a la *tasa de juros de longo prazo* (TJLP), aunque la mayoría son del primer tipo.

³³³ Los títulos indexados a TJLP prácticamente dejan de emitirse en 1998, y los vinculados a TR son muy pocos, el 3,6% del total en 1998-2003.

Gráfico 38
Títulos públicos indexados: 1993-2003
 (% sobre el total de títulos emitidos)



Elaboración propia a partir de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

Los datos completos y los tipos de títulos incluidos en cada categoría se encuentran en la tabla 5 del anexo.

En 1999, cuando Brasil ya no puede ofrecer garantía cambiaria, el Estado se responsabiliza también de cubrir la incertidumbre que origina la variación del tipo de cambio. Los títulos indexados a éste, que son el 11,6% en 1997, alcanzan una participación del 26,1% el año de la devaluación³³⁴. Como resultado, la proporción de títulos públicos protegidos frente a los principales riesgos financieros (tipo de interés y tipo de cambio), registra un primer salto con la puesta en marcha del *Plano Real* (pasan del 23% al 54,8% entre 1993 y 1995), un segundo salto abrupto tras las crisis asiáticas y la moratoria rusa (71,4% en 1998) y una nueva escalada cuando el tipo de cambio del real pasa a depender de las fuerzas del mercado (91,3% en 1999). Es decir, los títulos de deuda pública brasileña, además de ser retribuidos con unos tipos de interés estratosféricos, en su inmensa mayoría, son muy seguros.

³³⁴ Considerando la devaluación de enero de 1999, sólo ese mes el coste para el Estado del incremento de los títulos con corrección cambiaria es de 50.000 millones de reales (Gremaud *et al.*, 2002: 489-490).

Por último hay que destacar que el Estado también asume el riesgo asociado a activos financieros que no son de su responsabilidad, en la medida en que acude al rescate de inversores privados y se hace cargo de sus pérdidas cuando éstas son inminentes. Un ejemplo claro de esa protección al capital privado es la socialización de las pérdidas privadas realizada mediante la intervención estatal previa y posterior a la devaluación de 1999. Cualquier devaluación lleva asociada una pérdida patrimonial para los agentes que acumulan pasivos externos. En este caso, era el sector privado quien mantenía la mayor cantidad de pasivos en dólares, cuyo valor se dispararía con la devaluación³³⁵. Cuando ésta era inminente el capital privado vende sus pasivos extranjeros, transfiriendo las pérdidas (seguras) que dicha operación conlleva al único agente dispuesto a “comprarlas”, el Estado. De esta forma, tal y como sucedió dos décadas atrás, el Estado socializa el riesgo (o más bien, la pérdida), socializando el coste correspondiente. Un coste ciertamente elevado: por ejemplo, si consideramos el diferencial entre el valor al que el Estado adquiere pasivos en moneda extranjera y como contrapartida vende divisas durante la crisis rusa, (al tipo de cambio vigente al inicio de 1999), se obtiene una pérdida para el Estado equivalente al 2% del PIB³³⁶.

9.2. El capital extranjero: compra títulos públicos y penetra el sistema financiero

Las condiciones generadas por el Estado, sumamente propicias para la obtención de rentas financieras con la compra de deuda pública garantizada, son aprovechadas por los inversores internacionales, que destinan buena parte de sus inversiones a comprar este tipo de títulos. Simultáneamente, durante estos años el capital extranjero incrementa sustancialmente su participación en el sector financiero nacional. Por tanto, no sólo los inversores no residentes, sino también las entidades financieras extranjeras que se instalan en Brasil, adquieren títulos públicos indexados. Este último aspecto se analiza en el apartado siguiente.

³³⁵ Mientras que entre 1994 y 1997 la deuda pública externa se ha mantenido prácticamente estable, en torno a los 90.000 millones de dólares, los pasivos externos acumulados por el sector privado prácticamente se duplican, pasando de 62.200 a 114.300 millones de dólares el último trimestre de 1997.

³³⁶ Realizamos la estimación a partir del cálculo de Gremaud *et al.* (2002: 489), que cuantifica la pérdida en torno a los 21.000 millones de reales, y el PIB nominal tomado de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*)

9.2.1. Compras masivas de títulos públicos

Según se analiza en el capítulo anterior, los flujos de capital extranjero que llegan a Brasil durante estos años presentan una fuerte predilección hacia las operaciones estrictamente financieras. Este rasgo se constata porque gran parte de la financiación internacional recibida adopta la forma de inversiones en cartera. En efecto, según recoge el gráfico 34 (capítulo 8) hasta mediados de 2002 el stock que el país acumula de este tipo de flujos supera el de inversiones directas. En términos de entradas brutas el predominio es incluso superior: hasta la crisis rusa de 1998 las entradas de inversiones extranjeras en cartera más que triplican a las inversiones extranjeras directas, y a partir de entonces, ambas se equiparan (ver gráfico 30, capítulo 8).

Este enorme volumen de recursos extranjeros se dedica, casi en exclusividad, a comprar títulos de deuda pública garantizada. La predilección de los inversores foráneos hacia los papeles que emite el Estado ya era muy aguda durante los años de crecimiento, y se acentúa durante los años siguientes.

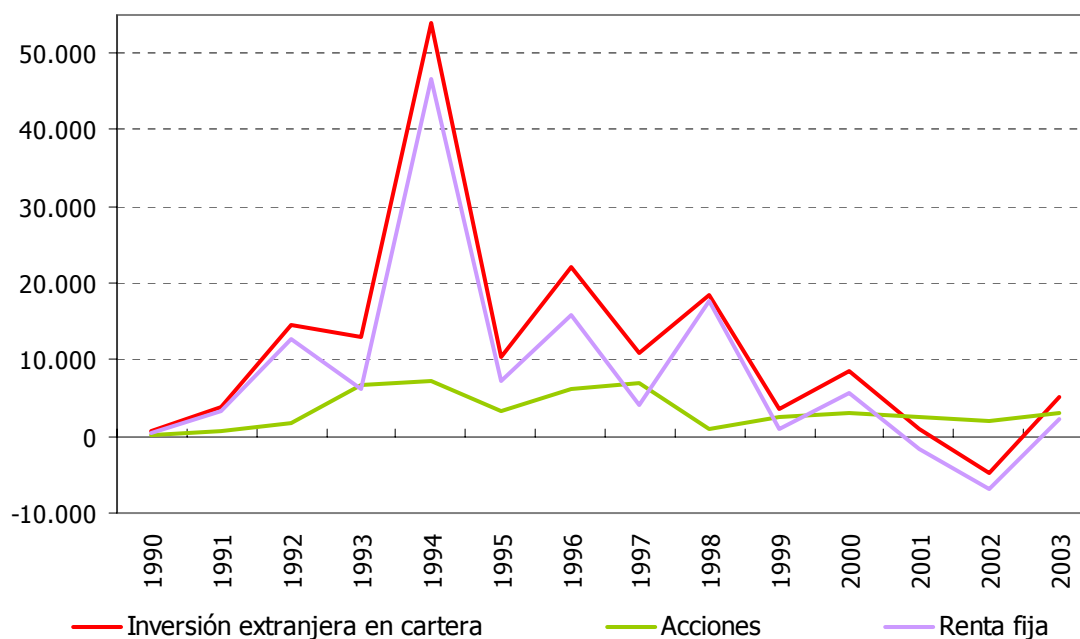
Conviene comenzar señalando que, según recoge el gráfico 39, a lo largo de todo el período la captación neta de inversión en cartera se compone de activos brasileños de renta fija, cuyas compras configuran la trayectoria del saldo de ese tipo de inversión y, consiguientemente, son las que conforman la mayor parte del stock que Brasil acumula de esas inversiones: el 71% de la inversión extranjera en cartera neta que Brasil capta entre 1990 y 2003 son activos de renta fija³³⁷.

En realidad, en el caso de Brasil referirse a los títulos de renta fija es prácticamente lo mismo que referirse a la deuda pública. Los datos disponibles no permiten calcular directamente las compras extranjeras de títulos públicos para todo el período. Pero según indica la información que la *Comissão de Valores Mobiliários (CVM)* comenzó a publicar en 1995, entre ese año y 1997 sólo el 15,8% de las colocaciones de los inversores internacionales en renta fija se destina a la compra de bonos de empresa (gráfico 40)³³⁸, por lo que se deduce que el resto, es decir, la gran mayoría, prefiere comprar títulos públicos.

³³⁷ Como se aprecia en el gráfico 40, el impacto de la operación Brady es notable: en 1994 la participación de la renta fija sobre el stock de inversión extranjera en cartera gana 10 puntos porcentuales.

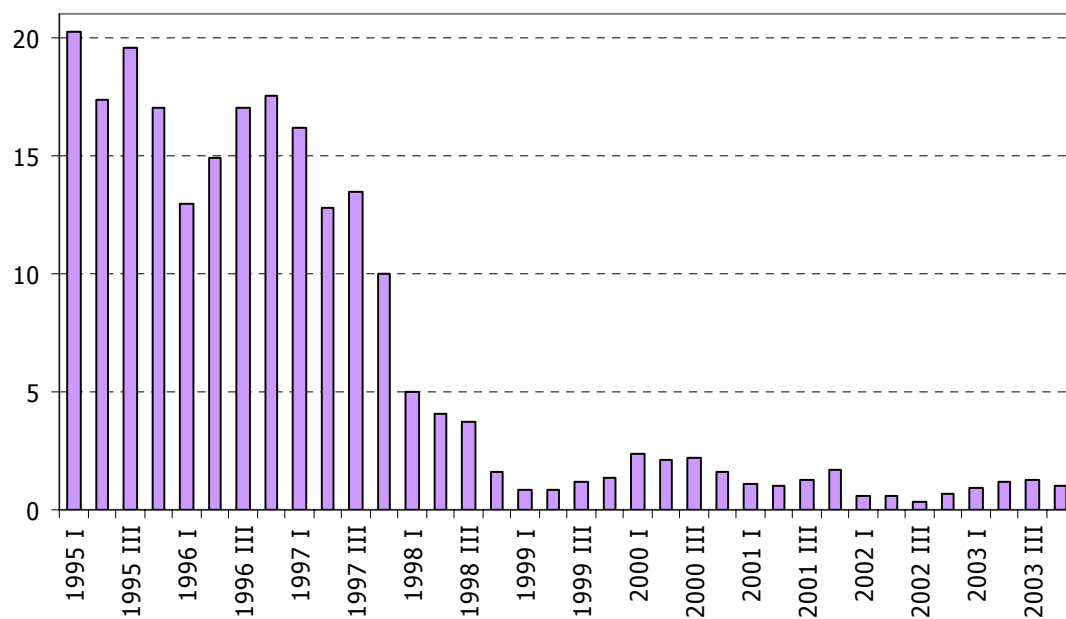
³³⁸ Realizamos esta estimación ponderando el capital extranjero que según los datos de CVM está invertido en bonos empresariales sobre el stock de inversión extranjera en cartera acumulado en el país.

Gráfico 39
Inversión extranjera en cartera (acciones y renta fija):
1990-2003
(saldo neto, millones de US\$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Gráfico 40
Inversión extranjera en bonos corporativos: 1995-2003
(% sobre el stock de inversión extranjera en renta fija)



Elaboración propia a partir de datos de CVM para el valor de cartera de bonos corporativos negociables de los inversores extranjeros y de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) para el stock de inversión extranjera en renta fija. La numeración del eje horizontal indica años y trimestres.

A partir de 1998 el capital extranjero reduce hasta el mínimo sus compras de activos de renta fija empresarial. El valor de cartera de los inversores internacionales que compran bonos corporativos negociables se desploma de forma precipitada cuando surgen las turbulencias en el mercado financiero internacional: caen de 4.632 millones de dólares en el tercer trimestre de 1997, antes de las crisis asiáticas, a 550 millones de dólares en el último de 1998, tras la moratoria rusa³³⁹. Desde entonces, como vemos en el gráfico 40, las obligaciones emitidas por las empresas son una opción que no merece consideración para el capital extranjero: la proporción de capital foráneo colocado en bonos de empresas es marginal y apenas supone el 1,2%, entre 1999 y 2003.

En definitiva, en esos años la deuda pública garantizada es el único activo de renta fija que atrae financiación internacional, lo cual se explica porque éste es el activo cuyos ingresos se encuentran vinculados de forma más directa y segura con los altos tipos de interés vigentes durante esos años. Aunque no es posible calcularlo de forma directa, podemos estimar que en 1997 el stock de capital extranjero acumulado en títulos públicos garantizados es de aproximadamente 30.000 millones de dólares, y en 2003 alcanza los 45.000 millones de dólares³⁴⁰.

9.2.2. Penetración extranjera en el sistema bancario nacional

Los inversores internacionales, además de efectuar grandes compras de activos financieros brasileños desde el exterior, también penetran con velocidad el sistema financiero del país. Por tanto, el capital extranjero pasa a jugar un papel central en la nueva dinámica económica a través de una doble vía.

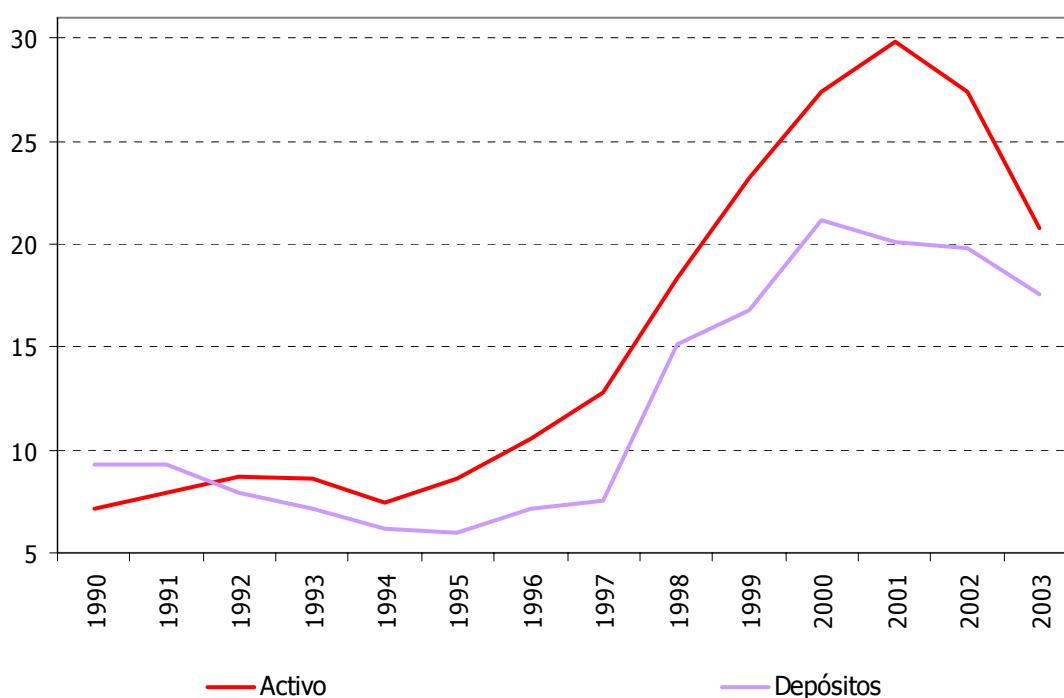
Tal y como se analiza en el capítulo 6, la extranjerización del sector financiero es una pieza clave de la estrategia de crecimiento para países emergentes. Por ello, según abordamos en el capítulo 7, la liberalización y privatización del sistema bancario se completa con la aplicación de medidas que estimulan la entrada de entidades extranjeras.

³³⁹ Nos referimos al valor de cartera de los bonos negociables en poder de inversores extranjeros. Realizamos los cálculos a partir de datos mensuales facilitados por CVM.

³⁴⁰ Se trata de una estimación aproximada. A partir de los datos de CVM sobre el valor de cartera del capital extranjero invertido en bonos empresariales negociables estimamos la participación de la renta fija empresarial sobre el stock de inversión extranjera directa en renta fija acumulado desde 1990, que obtenemos de la balanza de pagos. Por diferencia, aproximamos el stock en renta fija no empresarial, esto es, en deuda pública. Los datos exactos que obtenemos son 29.324 millones de dólares en el último trimestre de 1997 y 46.170 millones de dólares en el último de 2003.

Conforme a ello, la participación de entidades de capital internacional tanto en los programas de reestructuración de bancos privados con dificultades como en las privatizaciones de los bancos federales y estaduais, supone una fortísima expansión de la banca extranjera, fundamentalmente europea, instalada en el país³⁴¹. De esa manera, las fusiones y adquisiciones registradas durante los años de reestructuración del sector, además de incrementar el grado de concentración del negocio bancario, suponen su privatización y su extranjerización. Entre 1995 y 2000 desaparecen 50 entidades bancarias (pasan de 242 a 192), lo que se explica por la desaparición de 15 bancos públicos y 53 privados de capital brasileño, que se compensa con la apertura de 18 bancos extranjeros (consultar tabla 3 del anexo)³⁴².

Gráfico 41
Participación de los bancos bajo control extranjero en el
sistema bancario: 1990-2003
 (% de activo y de depósitos sobre el total)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*).

³⁴¹ En estos años HSBC compra *Bamerindus*, y BBVA adquiere *Excel/Econômico*, *Sudameris* se hace con *America do Sul*, Banco Santander con *Banco Noroeste*, ABN Amro compra *Banco Real* y BSCH *Banespa*. Los bancos americanos ya presentes en el país (*Citibank* y *Bank Boston*) optan por el crecimiento interno (Paula, 2003: 168). Sobre la penetración extranjera en el sector bancario brasileño recomendamos Puga (1999), Freitas (1999), Carvalho (2000b) y Paula (2003).

³⁴² Si no indicamos lo contrario, cuando nos referimos a bancos extranjeros incluimos tanto los que el BCB clasifica como "con participación extranjera" (entre el 10% y el 50% de su capital con derecho a voto pertenece a instituciones financieras con sede en el exterior), como los de "con control extranjero" (la mayoría de su capital con derecho a voto es propiedad de instituciones con sede internacional).

Esta expansión se debe al crecimiento de los bancos foráneos que pasan a asumir el control de las entidades en las que participan. El número de bancos dominados por el capital extranjero (con un control de más del 50% de su capital) prácticamente se triplica entre 1995 y 2000, pasando de 21 a 57. Como se aprecia en el gráfico 41, los bancos bajo control extranjero, que en 1995 mantienen una participación reducida, inferior al 10%, sobre los activos y los depósitos del sector bancario en su conjunto, comienzan a ganar posiciones a partir de 1997, de forma que en 2001 son propietarios del 30% de los activos del sector y captan aproximadamente un 20% de los depósitos.

En realidad, el avance del capital extranjero en el sistema financiero nacional es aún mayor de lo que reflejan esos datos de composición del sistema bancario. Esto se debe a que el mercado bancario en Brasil presenta un elevadísimo grado de concentración y los grupos extranjeros que entran en el país lo hacen comprando algunos de los mayores bancos existentes. De esta forma, las entidades extranjeras pasan a ocupar un lugar muy destacado dentro del reducido grupo que lidera el negocio bancario, dentro del cual tienen una participación muy superior a la que arrojan los datos de participación media. Efectivamente, entre 1994 y 1998 la participación de los bancos con control extranjero sobre los 15 mayores bancos del país se incrementa del 6,5% al 34% (Carvalho, 2000b: tabla 1). Así, de los 12 mayores bancos privados que operan en Brasil, 7 son propiedad de bancos extranjeros que son importantes a escala internacional (Paula, 2003: 7). También hay que tener en cuenta que la penetración extranjera se extiende a otros segmentos del sistema financiero distintos a los bancos (Puga, 1999: 433-435).

9.3. El capital financiero absorto en la compra de deuda pública garantizada

Tanto el capital financiero internacional que se instala en Brasil y opera desde dentro del país, como el de origen brasileño, aprovechan el espléndido negocio de la deuda pública garantizada. Según se analiza en este apartado, tanto los bancos, como otros agentes financieros (fondos de inversión y de pensiones) dedican la mayor parte de sus recursos a este mercado. Hay que considerar que estos agentes intermedian también el ahorro de empresas del sector no financiero y de las familias de mayores ingresos que, a través de ellos, acceden al principal mercado financiero del país.

9.3.1. Un nuevo sector bancario más rentista que en el pasado

Los ideólogos de su reforma preveían que el nuevo sector bancario (saneado, privatizado y penetrado por entidades extranjeras), ante la desaparición de lo que había sido su principal fuente de ingresos (la deuda pública indexada a la inflación), abandonaría su vocación rentista e incrementarían sustancialmente el nivel de crédito concedido. Pero esto no es lo que sucede: durante estos años los bancos agudizan su sesgo hacia la obtención de ingresos rentistas derivados de la deuda pública, ahora, fundamentalmente, indexada al tipo de interés.

La composición de sus activos ilustra claramente la vuelta del sistema bancario brasileño a la senda del rentismo financiero. Según recoge el gráfico 42, en sólo dos años la participación de los Títulos y Valores Mobiliarios (TVM) sobre los activos totales del sector aumenta con rapidez desde el 13% en 1995 al 22,9% en 1997 (tabla 6 del anexo)³⁴³. Como ese año el Estado incrementa sus emisiones, a la vez que sube bruscamente el tipo de interés y aumenta la proporción de títulos indexados, seguirá aumentando el peso de los títulos financieros dentro de las carteras de los bancos: en 2001 alcanza un máximo del 29,1%, y se mantiene en niveles elevados en los años siguientes.

Los activos financieros que predominan en las carteras de los bancos son los títulos de deuda pública garantizada (Alves *et al.*, 1999 y Pereira, 2001)³⁴⁴. Según recoge el gráfico 43, la parte que corresponde a la deuda del Estado supone el 40,4% del valor de los TVM bancarios en 1995 y se sigue incrementando en los años siguientes, de modo que en 1997 ya representa el 65,8% y en 2000 alcanza un máximo del 73,3% (ver tabla 7 del anexo). Si a ello se suma la participación bancaria en fondos de inversión de renta fija, que –según analizamos en el apartado 9.3.3– componen sus carteras fundamentalmente con títulos públicos, cabe estimar que ese año el 77,1% de la cartera financiera de los bancos se compone, directa o indirectamente, de deuda pública. Este crecimiento se debe a que los bancos realizan compras masivas de LFT, sus títulos preferidos: los papeles corregidos por el tipo de interés diario pasan de ser el 27,8% del total de los títulos públicos que tienen los bancos en 1995 al 45,9% sólo dos años después, y siguen aumentando su participación hasta suponer más del 67% en 2002 y 2003.

³⁴³ Los datos de activos e ingresos del sistema bancario en su conjunto que ofrecemos en este apartado los hemos calculado a partir de datos que obtenemos del BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*). Los datos completos y las especificaciones sobre la metodología que hemos utilizado se pueden consultar en las tablas 6, 7 y 8 del anexo.

³⁴⁴ Pereira (2001: 38 y 39) señala la firma del Acuerdo de Basilea en 1994, que obliga a disminuir el apalancamiento bancario e incentiva la colocación en activos con menor ponderación de riesgos, como un factor decisivo en la predilección de los bancos hacia los títulos públicos.

Gráfico 42
Composición de los activos del sistema bancario: 1995-2003
 (% sobre el activo total)

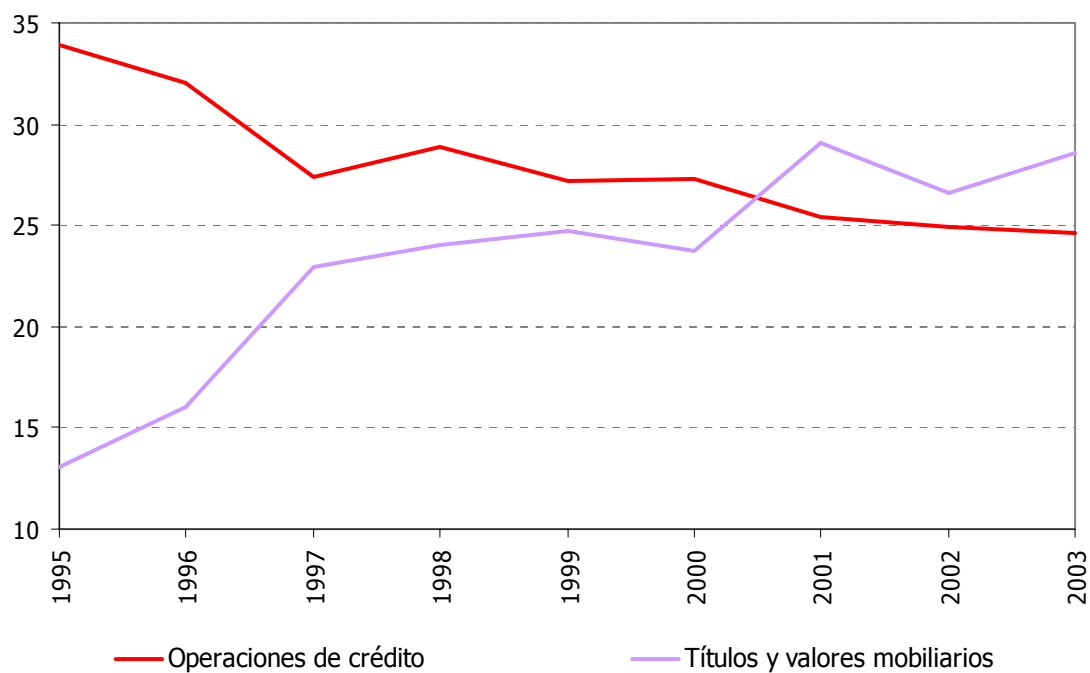
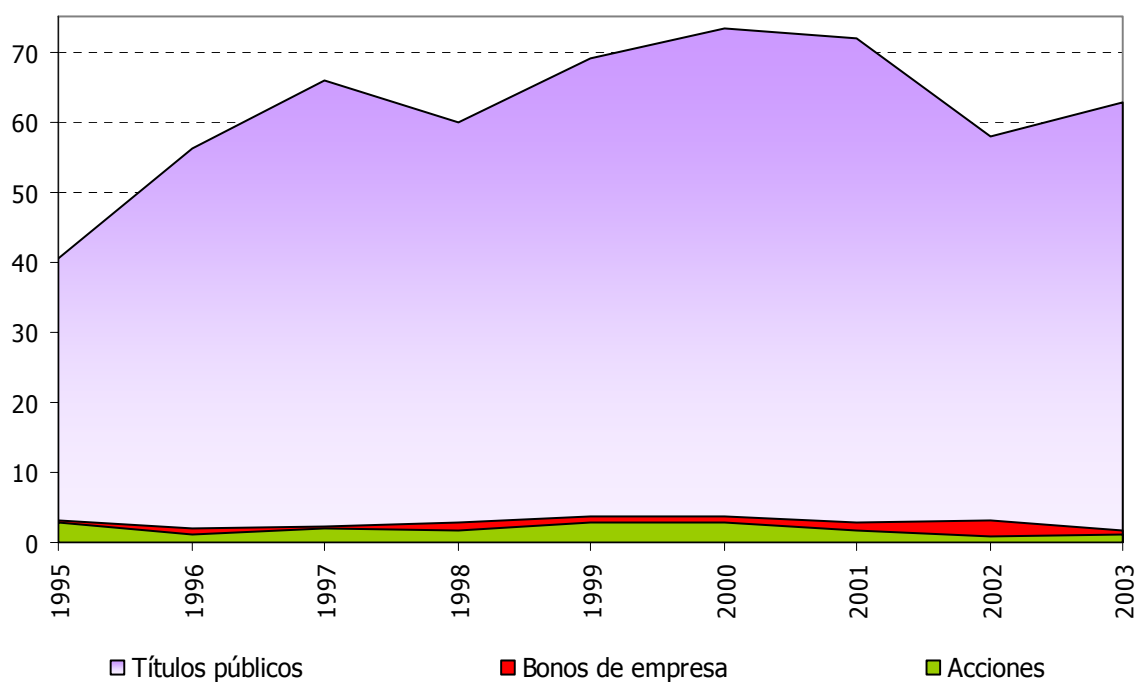


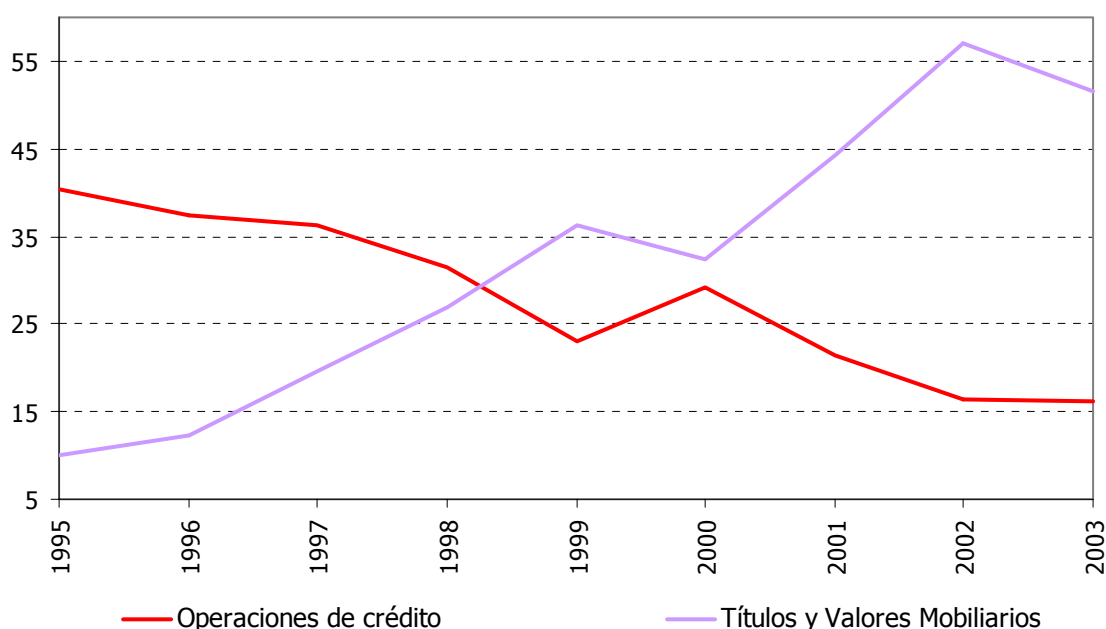
Gráfico 43
Composición de la cartera financiera de los bancos: 1995-2003
 (% sobre el total de activos y valores mobiliarios)



Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*).
 Los datos completos y las aclaraciones metodológicas referentes a estos dos gráficos se encuentran en las tablas 6 y 7 del anexo.

La composición de los ingresos bancarios ratifica el comportamiento eminentemente rentista de las entidades que operan en Brasil. Como recoge el gráfico 44, la compra de títulos financieros (la mayoría ligados a las emisiones de deuda pública garantizada, aunque también se incrementan mucho los ingresos obtenidos con la negociación de productos derivados) se convierte en la principal fuente de ingresos: elevan su participación en los ingresos totales desde el 9,9% en 1995 al 57,1% en 2002. Conviene destacar que ese año sólo el 16,4% de los ingresos bancarios se derivan de la concesión de créditos, cuando esa actividad proporcionaba el 40,3% en 1995 (tabla 8 del anexo).

Gráfico 44
Composición de los ingresos bancarios: 1995-2003
(% sobre el total de ingresos)



Elaboración propia a partir de datos obtenidos del BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*). Los datos completos y las aclaraciones metodológicas referentes a estos dos gráficos se encuentran en las tablas 6 y 7 del anexo.

9.3.2. Los bancos extranjeros, los más rentistas

La estrategia de crecimiento basada en el ahorro externo supone que los bancos extranjeros jugarán un papel importante en la canalización de recursos desde el mercado internacional hacia el sistema productivo brasileño. Dicha intermediación puede producirse tanto a través del mercado de capitales como del mercado crediticio. Los depósitos de no residentes en moneda extranjera no están permitidos en Brasil (Freitas y Prates 2001:93), de modo que la vía por la cual el capital extranjero puede proveer de

recursos a la actividad económica en forma de crédito bancario es a través de la intermediación de los bancos instalados en el territorio nacional.

Los bancos extranjeros cuentan con una posición privilegiada para el cumplimiento de esta función, ya que se especializan en la intermediación con los mercados internacionales, realizando una captación de recursos externos muy superior a la que les corresponde según su peso en el sistema financiero nacional: entre 1997 y 2003 los bancos extranjeros acumulan el 35,2% del patrimonio del sector bancario y captan el 49,3% de los recursos externos que llegan a la banca³⁴⁵. La especialización en la intermediación del capital foráneo que compra acciones brasileñas es aún más aguda: sólo dos bancos extranjeros, *Citibank* y *Bank Boston*, custodian más del 75% del capital internacional invertido en acciones³⁴⁶.

Al mismo tiempo, dentro del mercado brasileño no compiten con los bancos nacionales en el segmento tradicional, sino que los bancos extranjeros se concentran en ofrecer servicios de inversión para las empresas de mayor tamaño y para las grandes fortunas personales del país³⁴⁷. Entre esas fortunas brasileñas está arraigada la tradición, heredada del período de inflación, de colocar su patrimonio en inversiones financieras sofisticadas. La prestación de servicios financieros a las grandes corporaciones también es un buen negocio, pues se privatizan empresas de gran tamaño que no tienen ninguna experiencia en la adquisición y en la aplicación de sus recursos en los mercados financieros privados; y que, además, poseen enormes fondos de pensiones que se privatizan y requieren nuevos gestores experimentados. Es el caso de las grandes compañías energéticas y de telecomunicaciones, que deben emitir acciones, conseguir créditos sindicados y gestionar sus carteras de inversiones financieras. Las finanzas corporativas son la prioridad declarada de al menos seis de los bancos extranjeros instalados en Brasil (Carvalho, 2000b: 22)³⁴⁸.

Sin embargo, esta posición privilegiada en cuanto al acceso a financiación externa y a la intermediación con grandes empresas y fortunas no es utilizada por los bancos extranjeros para canalizar recursos a la actividad productiva y al consumo de las familias. De hecho, los bancos internacionales instalados en Brasil no sólo reproducen, sino que acusan con

³⁴⁵ Datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*). Consultar tabla 9 del anexo.

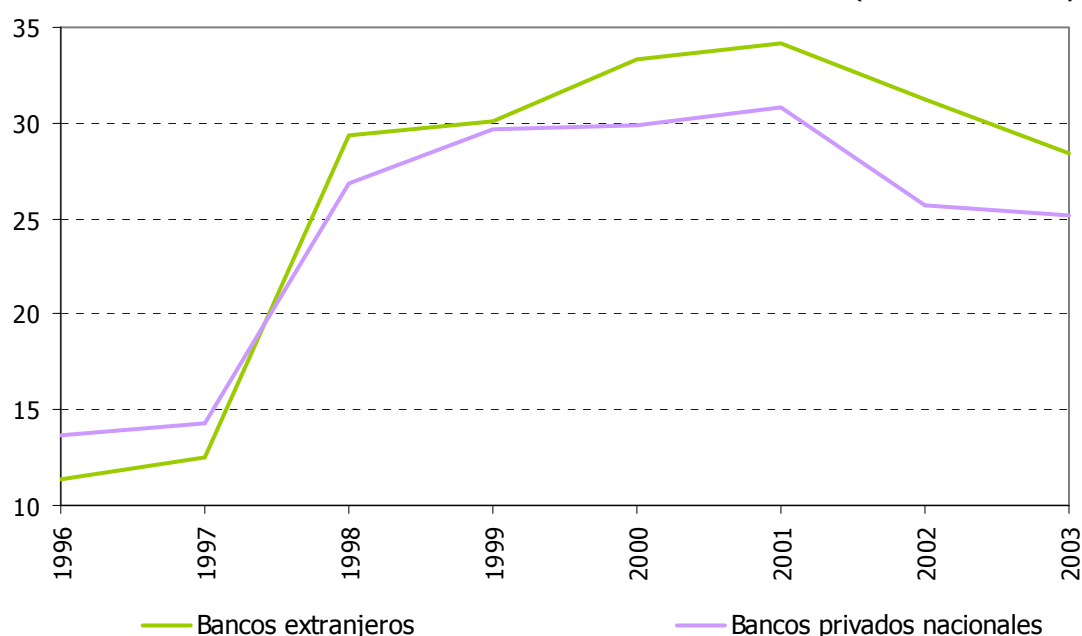
³⁴⁶ Cálculos a partir de datos de CVM del Anexo IV para abril de 2002.

³⁴⁷ Según Carvalho (2000b: 18), sólo tres bancos extranjeros compiten en el mercado tradicional (HSBC, BBVA y Banco Santander).

³⁴⁸ Sobre la especialización de los bancos extranjeros en el segmento bancario de servicios de inversión a grandes empresas se puede consultar Carvalho (2000b) y Freitas y Prates (2001: 96).

mayor intensidad el comportamiento rentista que caracteriza al conjunto del capital bancario. En efecto, los datos disponibles permiten constatar un comportamiento más acusadamente rentista en los bancos extranjeros que en los nacionales privados. Como se aprecia en el gráfico 45, hasta 1996 las entidades de capital foráneo acumulan una menor proporción de TVM dentro de sus activos que los bancos privados nacionales (del 11,4% frente al 13,7%), pero en los años siguientes se altera esa situación, de forma que entre 2000 y 2003 los TVM en posesión de los bancos extranjeros representan como promedio sobre sus activos 4 puntos porcentuales más que en los bancos brasileños (del 31,8% frente a 27,9%)³⁴⁹.

Gráfico 45
Títulos financieros en poder de bancos extranjeros y
brasileños: 1996-2003
(% sobre su activo)



Cálculos propios a partir de datos obtenidos del BCB (*Informações Cadastrais e Contábeis*).
Datos de balances trimestrales, tomamos el registro del último trimestre de cada año. Consultar tabla 10 del anexo.

Dentro de sus carteras financieras los bancos extranjeros también acumulan deuda pública garantizada en una proporción muy superior. Durante los tres años para los que disponemos de información desglosada, la participación media de los títulos públicos sobre el total de TVM de los bancos extranjeros es 20 puntos porcentuales más elevada que en

³⁴⁹ Estos datos provienen de los balances trimestrales de los bancos, y por tanto no son directamente comparables con los que ofrecemos en el resto del apartado, que obtenemos del *Plano Contábil das Instituições Financeiras* y son anuales.

los privados nacionales: 77,6% frente a 58%³⁵⁰. Al margen de que ambas proporciones denotan una propensión elevada hacia el rentismo financiero, la diferencia es significativa. Otros datos confirman ese hecho: en diciembre de 2001, el 91,7% de los recursos de terceros administrados por *ABN Amro Real*, el 84,8% de los gestionados por HSBC, el 81,6% de Santander Brasil y el 72,8% de *Citibank*, están colocados en títulos públicos³⁵¹.

Esta mayor propensión de los bancos extranjeros hacia las compras de deuda pública brasileña se explica porque además de adquirir masivamente títulos públicos indexados al tipo de interés diario, como hacen los bancos de capital nacional (ver tabla 11 del anexo), adquieren una proporción muy superior de títulos garantizados frente a las oscilaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, las entidades de capital internacional compran en torno al 70% de las *Notas do Banco Central do Brasil* serie E (NBC-E) vendidas en subasta pública³⁵².

Del mismo modo, la composición de sus ingresos confirma que los bancos extranjeros son la parte más rentista del sistema bancario. La recomposición de sus fuentes de ingresos es todavía más acentuada. Entre 1996 y 1999 los bancos privados nacionales incrementan sus ingresos derivados de TVM en sus ingresos totales desde el 13,1% al 31,2%, mientras que reducen los provenientes de operaciones de crédito del 33,2% al 20,7%. Sin embargo, entre las entidades extranjeras el porcentaje se eleva con más rapidez, del 17,7% al 51,9% de los ingresos totales³⁵³. Se incrementa, pues, más de 34 puntos porcentuales, mientras que en los bancos nacionales lo hace en 18 puntos. Paralelamente, los ingresos derivados del crédito, que también eran menores, registran una caída más profunda, reduciéndose del 27,4% al 10,2%, con lo que pierden 17 puntos porcentuales frente a los 12,5 puntos de retroceso que registran los bancos de capital brasileño.

³⁵⁰ Estos datos los obtenemos de ANDIMA (2001: 67) y no son homogéneos respecto a los que venimos manejando del BCB. Consultar la diferencia metodológica en la tabla 11 del anexo.

³⁵¹ Datos facilitados por Anbid.

³⁵² El 71% en diciembre de 2000. Son los datos del *Tesouro Nacional (Relatórios Mensales)*.

³⁵³ Datos de ANDIMA (2001: 71-73). Consultar tabla 12 del anexo.

9.3.3. El resto de agentes financieros protagonistas también optan por la deuda pública

Los estímulos estatales a favor de colocaciones financieras rentables y seguras incentivan el auge de los denominados inversores institucionales dentro del sistema financiero brasileño³⁵⁴. Durante los primeros años noventa la expansión de los fondos de inversión y de los fondos de pensiones se produce a un ritmo similar: su patrimonio pasa, respectivamente, del 1,5% y del 2,6% sobre el PIB en 1990, al 9,9% y el 10,5% en 1994³⁵⁵. Posteriormente, la expansión de los fondos de inversión se dispara, convirtiéndose en el tipo de agente financiero no bancario que mayor cantidad de recursos maneja en el país. Su patrimonio neto sobre el PIB pasa al 17,1% en 1997 y al 40% en 2003. Por su parte, los fondos de pensiones crecen a un ritmo más pausado: el valor de su cartera pasa del 11,6% al 15,4% del PIB en ese mismo período³⁵⁶. Hay que destacar que este mercado presenta una gran concentración: los cinco mayores fondos del país gestionan prácticamente la mitad del mercado, lo que se explica por el enorme peso de los fondos de pensiones de grandes empresas que son o fueron públicas³⁵⁷.

En este caso, cabría esperar que los agentes financieros no bancarios contribuyesen a la actividad económica canalizando ahorro a través del mercado de capitales. Sin embargo, esto no es así, sino que los fondos de inversión que operan en Brasil se dedican mayoritariamente, igual que los bancos, a adquirir títulos públicos garantizados³⁵⁸.

Utilizando los datos registrados por ANBID y *Quantum* entre 1995 y 2005 se obtiene que, en contra de lo que la lógica financiera podría hacernos esperar, en Brasil existe poca diferencia entre la rentabilidad obtenida por los fondos de renta fija y la que rinden los fondos especializados en la compra de activos más arriesgados y rentables: mientras que los primeros arrojan una rentabilidad media anual del 21,4%, los fondos cambiarios³⁵⁹ registran una levemente superior, del 22,8%, y los que se dedican al negocio de las

³⁵⁴ Destaca la importancia de los fondos de inversión y los fondos de pensiones, mientras que las compañías de seguros mantienen un papel minoritario. Sobre los inversores institucionales en Brasil recomendamos Studart (2000), Aggarwal *et al.* (2005) y Leal y Carvalhal (2006).

³⁵⁵ Las aseguradoras tienen un patrimonio muy inferior, el 0,6% del PIB en 1994.

³⁵⁶ El patrimonio neto de los fondos de inversión se calcula a partir de sus balances, que obtenemos del BCB, y el de los fondos de pensiones lo estimamos calculando sobre los datos de ABRAPP (2000: 24-25).

³⁵⁷ Estas empresas concentran el 45% del mercado. Los mayores fondos de pensiones son PETROS (de *Petrobrás*), PREVI (*Banco do Brasil*) y FUNCEF (*Caixa Econômica Federal*). PREVI, el mayor de América Latina, controla el 25% del total. Cálculos para 1996-2006 a partir de datos facilitados por ABRAPP.

³⁵⁸ Leal y Carvalhal (2006) calculan que la cartera de los inversores institucionales se compone de títulos públicos en un 90%. Nuestros cálculos, como veremos, no arrojan resultados tan elevados, aunque, según explicamos a continuación, sabemos que están infravalorados.

³⁵⁹ Son fondos que invierten, fundamentalmente, en divisas y derivados vinculados a divisas.

acciones alcanzan el 28,4%³⁶⁰. Esos diferenciales de rentabilidad quedan sobradamente compensados por la muy superior estabilidad de los rendimientos que rinden los fondos de renta fija, cuya volatilidad es insignificante (0,7%), mientras que tanto los fondos de acciones como los cambiarios muestran volatilidades elevadas, del 30,2% y 14,9% respectivamente. A esta característica hay que sumarle que, contra todo pronóstico, en Brasil los fondos de renta fija tienen una edad media significativamente inferior a los de acciones, de 3,8 años frente a 6,8. En definitiva, la rentabilidad, seguridad, y agilidad en el movimiento de las colocaciones permite vaticinar que los fondos de renta fija hegemonizan el sector. En efecto, mientras los fondos dedicados a las acciones acumulan sólo el 6,5% del patrimonio total del sector, los de renta fija concentran el 72%³⁶¹. Dado que, como veremos, la renta fija empresarial ocupa un lugar insignificante en las carteras de los fondos de inversión, resulta evidente que sus carteras se nutren de la deuda pública indexada.

Al igual que los bancos, entre 1995 y 1997-1998 los fondos de inversión incrementan sustancialmente sus ya elevadas compras de títulos indexados. Incrementan así el peso relativo de los títulos públicos dentro de sus activos, que pasa del 38,1% en 1995 al 47,3% en 1998 (tabla 14 del anexo)³⁶². Pero en realidad, su especialización en deuda pública es todavía mayor. Según consta en sus balances, el grueso de los recursos que los fondos de inversión no registran como títulos públicos son cuotas de fondos de renta fija. Pero, como sabemos, en Brasil renta fija significa deuda pública garantizada. Los datos registrados de las compras directas de TVM por parte de los fondos de inversión así lo confirman: sólo el 2,3% de los activos de renta fija son privados. El resto, es decir, prácticamente todo, son títulos públicos³⁶³. Por tanto, obtendremos una aproximación más precisa sobre el volumen total de títulos públicos en poder de los fondos de inversión si a las compras directas añadimos los papeles del Estado adquiridos indirectamente mediante la participación en otros fondos (gráfico 47). De ese modo, la parte que corresponde a la deuda pública en las inversiones de los fondos de inversión es del 56,5% en 1995 y alcanza un máximo del 89,6% en el año 2000³⁶⁴.

³⁶⁰ Los datos que damos en este párrafo son promedios para 1995-2005, y los calculamos a partir de los registros de ANBID y de *Quantum* tomados de Dos Santos Pinto (2007: 38). Los datos completos se encuentran en la tabla 13 del anexo.

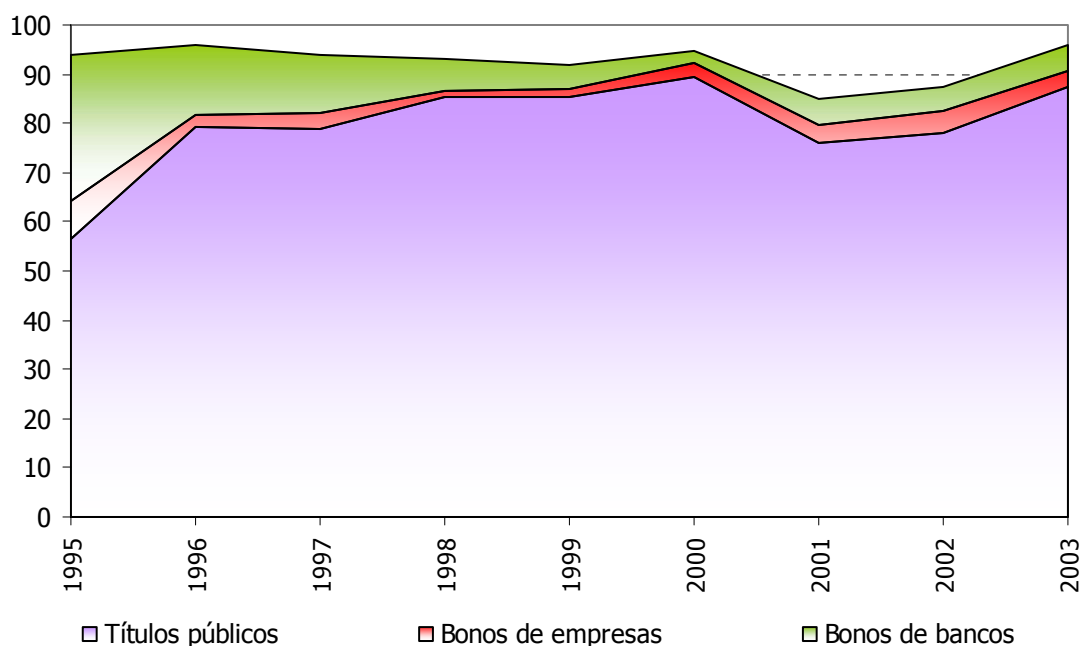
³⁶¹ Incluso los fondos cambiarios, con una participación del 7,6%, gestionan más recursos que los de acciones.

³⁶² Realizamos estos cálculos a partir de datos de los balances de los fondos de inversión facilitados por el BCB. Los datos completos y la metodología que utilizamos se pueden consultar en las tablas 14 y 15 del anexo.

³⁶³ A esto habría que añadir, además, que las cuotas de fondos de renta variable también mantienen una proporción significativa de títulos públicos.

³⁶⁴ La composición de sus ingresos nos confirma el comportamiento rentista de los fondos de inversión. Entre 1997 y 2003 las acciones generan sólo el 2,7% de los ingresos, mientras que la renta fija (en su gran mayoría

Gráfico 46
Composición de la cartera financiera de los fondos de inversión:
1995-2003
 (% sobre el total de títulos financieros)



Elaboración propia a partir de datos de los balances de los fondos de inversión obtenidos del BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*).

Los datos completos y las aclaraciones metodológicas se encuentran en las tabla 14 y 15 del anexo.

Por su parte, los fondos de pensiones también colocan el grueso de los recursos que manejan en títulos públicos, ya sea directamente o a través de su participación en fondos de inversión. No obstante, este tipo de inversores institucionales, que gestiona muchos menos recursos que los fondos de inversión, dedica una proporción mayor a la financiación de empresas, aunque también en descenso desde 1998. El resto de sus recursos los destinan a comprar títulos públicos, no tanto directamente (aunque esas compras se incrementan del 3,7% al 12,7% entre 1997 y 2003), como a través de cuotas en fondos de inversión de renta fija³⁶⁵. El peso de los títulos públicos considerando ambos elementos pasa del 23% en 1997 al 57,3% en 2003.

títulos públicos) es el origen del 44,6%, a lo que hay que sumar el 20% que se obtiene por participación en otros fondos. El resto (32,97%) son ingresos por operaciones con derivados.

³⁶⁵ Cálculos a partir de la base de datos de ABRAPP, consultar tabla 16 del anexo. De nuevo nuestra aproximación infravalora el peso de los títulos públicos porque incluimos sólo las aplicaciones en fondos de inversión de renta fija.

Capítulo 10

Un nuevo escenario financiero II: infradesarrollo de los demás mercados financieros

Según el planteamiento general de la estrategia puesta en marcha, el nuevo sector financiero debería estimular el crecimiento económico mediante el aumento de los recursos canalizados a la actividad productiva. Además de permitir que la economía brasileña realizara un nivel de inversión superior a su capacidad de ahorro interno, se preveía que el capital internacional incrementase la competencia, incorporase nuevo conocimiento y tecnología al proceso productivo y aprovecharse su mayor conexión con los mercados financieros internacionales para mejorar las condiciones de financiación de la economía brasileña, contribuyendo todo ello a mejorar el nivel de eficiencia. En particular, se suponía que la entrada de flujos extranjeros y la desnacionalización del sistema financiero mejorarían las condiciones en las que las empresas brasileñas podrían financiar sus proyectos de inversión, a través del mercado de capitales (compra de acciones y de títulos corporativos) y del crédito concedido por bancos extranjeros, así como las condiciones en las que los consumidores podrían acceder al crédito personal.

Sin embargo, según se analiza en el capítulo anterior, tanto gran parte de las inversiones externas que llegan al país, como los recursos que intermedian los agentes financieros brasileños y extranjeros instalados en el territorio nacional, se concentran en obtener beneficios mediante la compra de deuda pública indexada. En el primer apartado de este capítulo se explica cuáles son las condiciones del mercado de deuda pública (rentabilidad, seguridad, liquidez y estabilidad de los rendimientos) con las que compiten los demás activos financieros del país. En el resto del capítulo se expone cómo, ante estas condiciones y el consiguiente comportamiento predominantemente rentista de todos los agentes, tanto los segmentos del mercado de capitales en los que se emiten y negocian

los títulos emitidos por las empresas, como el mercado de crédito bancario, agudizan su histórico infradesarrollo. Al final del capítulo se incluye un diagrama en el cual quedan recogidos los principales elementos que, según se explica en este capítulo y en el anterior, definen el nuevo escenario financiero brasileño.

10.1. El rentismo atrofia el mercado financiero brasileño

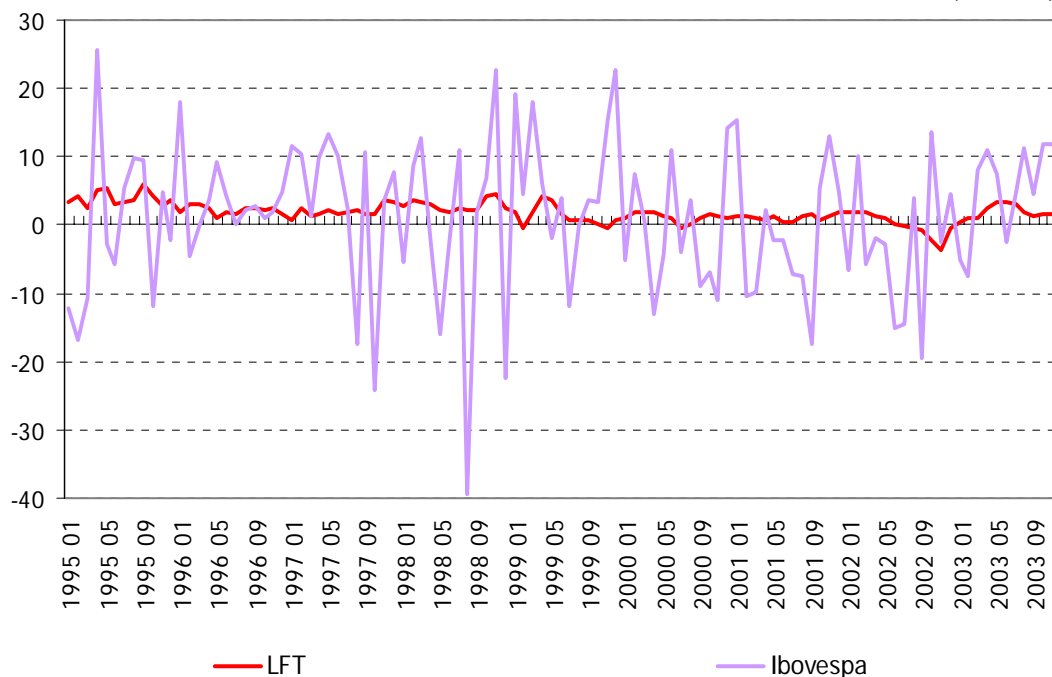
A consecuencia de los elementos analizados en el capítulo anterior, el nuevo escenario financiero brasileño se caracteriza por el gran crecimiento que experimenta el mercado de deuda pública. Dado que el Estado brasileño emite deuda garantizada de forma masiva y que los agentes financieros optan de modo predominante por estos activos, el mercado de capitales experimenta un agudo proceso de hipertrofia a favor de los títulos públicos y en detrimento de los que emiten las empresas, mientras que el mercado de crédito bancario, directamente, se contrae.

En efecto, durante estos años el mercado de deuda pública brasileña alcanza una dimensión muy considerable. La proporción de títulos públicos sobre el PIB que circulan en Brasil está muy por encima de la que registran otros países. Según datos del Banco Mundial (BM) alcanza el 50% del PIB, mientras que en otros países emergentes se sitúa en niveles muy inferiores (27% en Chile, 34% en Singapur y 16% en Corea del Sur y Malasia) y la media en los países desarrollados es también menor (41%)³⁶⁶.

Tal y como venimos insistiendo, la sobredimensión del mercado de deuda pública se explica por las condiciones específicas de rentabilidad, seguridad y liquidez, de los títulos emitidos por el Estado. Según nuestros cálculos (gráfico 47), entre 1995 y 2003 la rentabilidad real obtenida por el principal título de deuda pública, las LFT, muestra una media anual del 21,2%, frente al 13,8% que arroja el índice de referencia de la bolsa brasileña (Ibovespa). Sabiendo que, además, esa mayor rentabilidad va asociada a unos títulos que están blindados, que cuentan con liquidez diaria y que esa rentabilidad presenta una volatilidad mucho más reducida que la que se registra en el mercado de acciones.

³⁶⁶ Datos de BM (*Financial Structure DataBase*) para 2005.

Gráfico 47
Rentabilidad de las acciones y de las LFT: 1995-2003
 (% anual)



Elaboración propia a partir de datos de *Gazeta Mercantil* para las LFT y de ANDIMA para Ibovespa. La rentabilidad de las LFT se aproxima mediante el tipo de interés aplicado sobre estos títulos y la de las acciones que cotizan en bolsa mediante el índice Ibovespa. En ambos casos se deflacta por el IGP-DI. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

Por tanto, el predominio del rentismo origina una atrofia del mercado financiero brasileño que afecta tanto a los mercados de capitales (acciones y bonos corporativos) como al de crédito bancario, y que cercena las posibilidades de que las empresas y las familias obtengan en esos mercados una proporción de recursos significativa (Stuart 2000: 28-29).

10.2. El mercado de acciones

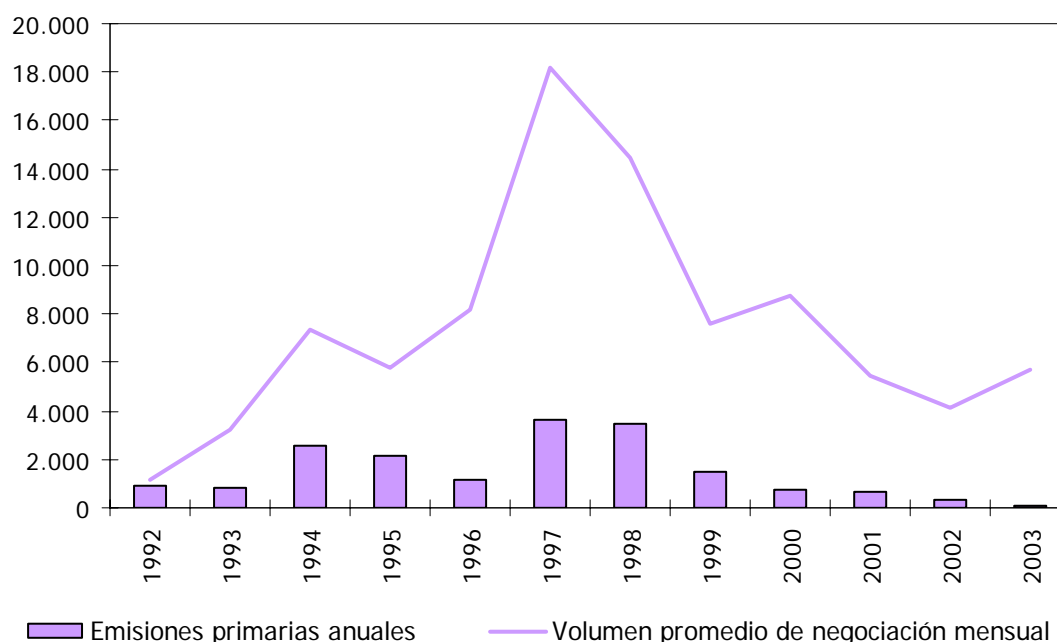
Aunque inicialmente la puesta en marcha de la estrategia dinamiza el mercado primario y secundario de acciones, la expansión bursátil se interrumpe a partir de 1998-1999. Dado que ni siquiera ese dinamismo inicial permite a la mayoría de las empresas brasileñas financiar su actividad productiva mediante la emisión de acciones, la situación será todavía peor cuando a partir de esa fecha la expansión se interrumpa. El capital financiero, según se analiza en el capítulo anterior, dedica la mayor parte de sus recursos a comprar títulos públicos, por lo que tanto los bancos como los demás agentes financieros realizan compras de acciones muy reducidas. Es el capital extranjero que compra activos desde el exterior, sin embargo, el responsable de buena parte de estas compras, por lo que su

comportamiento determina la evolución de la bolsa brasileña. La mayor parte de estas entradas extranjeras buscan una rápida valorización de las acciones que adquieren, por lo que registran una volatilidad ciertamente elevada. Por último, conviene destacar que el dinamismo que los inversores extranjeros inyectan al mercado de acciones responde en buena medida a la acción directa del Estado: las privatizaciones de las grandes empresas estatales son el destino principal de estos inversores, por lo que juegan un papel decisivo en la trayectoria de la actividad bursátil del país.

10.2.1. Estrechez y concentración del mercado

En un primer momento, la puesta en marcha de la nueva estrategia reanima la bolsa brasileña. Las empresas pasan de emitir acciones en la *Bolsa de Valores de São Paulo* (Bovespa)³⁶⁷ por un valor aproximado de 900 millones de dólares anuales en 1992-1993 a un máximo de unos 3.500 millones de dólares en 1997 y 1998.

Gráfico 48
Emisiones y volumen de negociación de acciones en
Bovespa: 1992-2003
(millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos de CVM.

Las emisiones primarias se refieren a las totales realizadas al año, y el volumen negociado en el mercado secundario es el promedio mensual de cada año. En 1996 no incluimos la capitalización de *Banco do Brasil*, que tiene un valor de 8.000 millones de dólares.

³⁶⁷ Bovespa se fusiona con *Bolsa de Mercadorias e Futuros* (BM&F), donde se negociaban los *commodities* y los productos derivados, el 8 de mayo de 2008. A partir de esa fecha pasa a denominarse BM&FBovespa.

Pero a partir de entonces, como vemos en el gráfico 48, las emisiones primarias de acciones se reducen sustancialmente, llegando a un mínimo de 74 millones de dólares en 2003. Como promedio, la emisión de acciones entre 1999 y 2003 es ciertamente modesta, 661 millones de dólares al año, inferior incluso a la de los primeros años noventa. De forma similar, el volumen de acciones negociado en el mercado secundario, también se expande durante los primeros años hasta alcanzar un máximo de 188.155 millones de dólares mensuales en 1997, según recoge el mismo gráfico, pero después interrumpe esa expansión: en 1999 el volumen de negociación arroja un promedio de 7.612 millones de dólares al mes, la mitad que dos años atrás. El descenso de actividad en Bovespa continúa los años siguientes, con un mínimo de 4.108 millones mensuales negociados en 2002.

En cualquier caso, la emisión de acciones no fue una vía efectiva para la financiación de la mayoría de empresas brasileñas ni siquiera durante los años en los que la bolsa registraba un comportamiento más dinámico. Lo cual se explica por dos motivos.

En primer lugar, la bolsa siempre ha tenido una dimensión reducida si se compara con la magnitud económica del país. Entre 1993 y 2002 la capitalización de Bovespa sobre el PIB registra un promedio del 30,5%; un porcentaje que queda lejos de los que presentan los principales países desarrollados (120% en EEUU, del 66% en Japón y 59-55% en Francia y España) y que también es notablemente inferior al de otros mercados emergentes, como Taiwán (96%), Chile (88,7%), India (56,8%) o Tailandia (50,9%)³⁶⁸. Igualmente, la dimensión de las emisiones primarias es modesta, pues sólo alcanza un promedio anual de unos 1.500 millones de dólares entre 1995 y 2003.

El segundo motivo por el que la emisión de acciones no proporciona una financiación relevante a la inversión empresarial estriba en que el acceso a los recursos negociados en la bolsa sólo está al alcance de un número reducido de empresas. En efecto, entre 1988 y 2003 el modesto número de empresas que negocian valores en Bovespa disminuye en una cuarta parte, desde 527 a 369³⁶⁹, de forma que la concentración de la bolsa se hace todavía más intensa. Entre 1990 y 1997 el valor de la capitalización realizado por el 5% de las mayores empresas pasa del 52% al 74% y el volumen de transacciones que realiza ese minúsculo grupo aumenta del 49% al 76%. Esto significa que en los años de mayor dinamismo bursátil solo 27 empresas son las responsables de tres cuartas partes de la

³⁶⁸ Cálculos realizados por CVM (*Gerência de Estudos Econômicos*).

³⁶⁹ El número de empresas abiertas (todas las que emiten acciones aunque no se negocien en bolsa) también disminuye durante estos años, pasando de 900 a 718 (CVM). Datos a diciembre de cada año.

actividad realizada en Bovespa³⁷⁰. Del mismo modo, las empresas que emiten acciones, que son las que obtienen financiación nueva, apenas son 25 en 1993 y aún se reducen a 20 en 1998, precisamente cuando se registran las mayores emisiones. En definitiva, el dinamismo bursátil que se registra hasta 1997-1998 sólo amplía los recursos a disposición de ese mínimo de empresas, que todavía es menor conforme aumenta el valor de las emisiones.

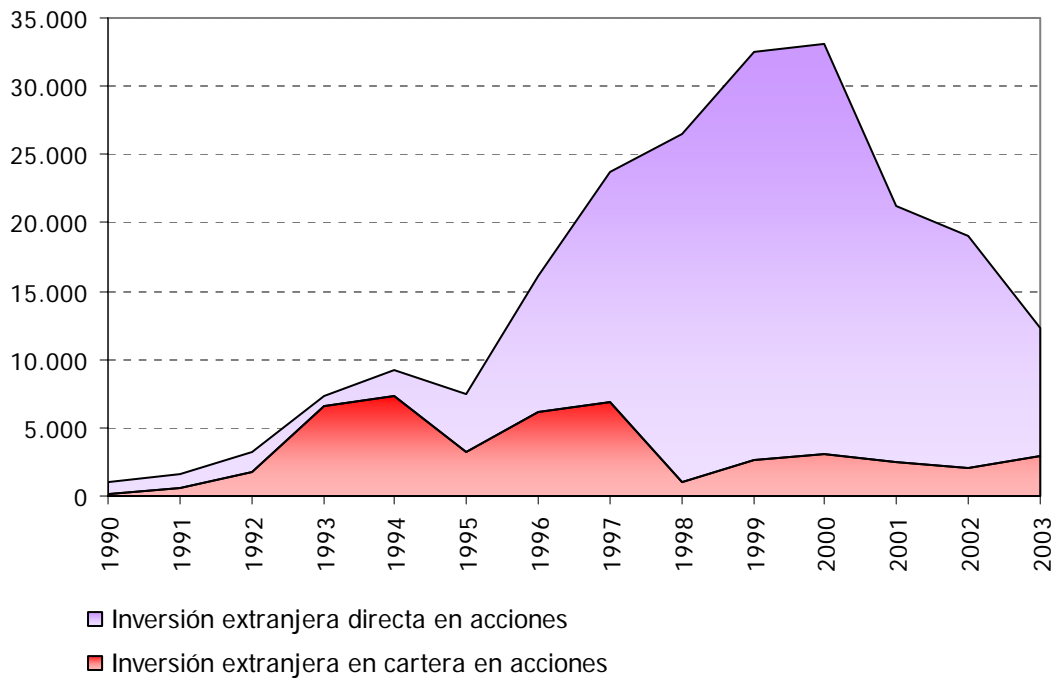
10.2.2. El capital extranjero: dinamizador fundamental

El capital financiero instalado en Brasil dedica una proporción tan elevada de sus recursos a la adquisición de títulos de deuda pública que las acciones ocupan un lugar marginal dentro de sus carteras financieras. Por un lado, la contribución de los bancos a la financiación empresarial a través del mercado de acciones es insignificante: entre 1995 y 2003 dedican a comprar acciones sólo el 1,9% del total de recursos que invierten en títulos financieros (ver gráfico 43 del capítulo 9 y tablas 6 y 7 del anexo). Por otra parte, los fondos de inversión dedican todavía menos proporción de sus recursos al mercado de acciones, un 0,5% (tablas 14 y 15 del anexo). Sólo los fondos de pensiones, que son el agente financiero que gestiona menos recursos, son demandantes significativos de acciones, aunque sus compras también registran un descenso durante estos años: pasan de constituir el 39,1% de sus carteras financieras en 1994 al 19% en 1998, y se mantiene en torno al 20% hasta 2003 (tabla 16 del anexo).

El capital internacional que adquiere activos desde el exterior del país, sin embargo, además de deuda pública garantizada también compra un volumen importante de acciones brasileñas. Según recoge el gráfico 49, las compras extranjeras de acciones crecen velozmente a lo largo de la década de los noventa, pasando de 3.284 millones de dólares en 1992 a un máximo aproximado de 32.500 millones en 1999-2000. A partir de entonces estas compras se reducen sensiblemente, de forma que en 2003 registran un valor de 12.293 millones de dólares, inferior al de 1996. Pero en suma, a lo largo de estos años el capital internacional compra acciones por un total acumulado muy considerable, de unos 208.580 millones de dólares.

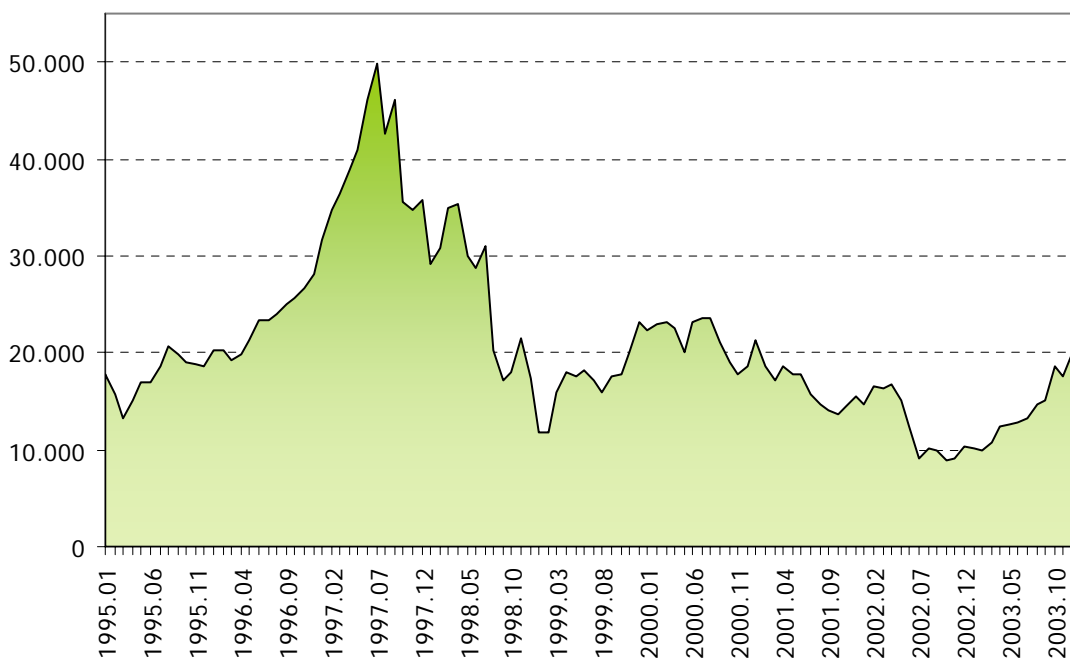
³⁷⁰ Datos tomados de *MB Associados* (2000: 36). La concentración sigue incrementándose durante los años posteriores: según datos de Bovespa en 2000 una sola empresa concentra el 11,5% de la capitalización total y el 17,5% en 2003, mientras las 20 empresas más cotizadas pasan de concentrar el 72,1% al 73%.

Gráfico 49
Compras extranjeras de acciones: 1990-2003
 (millones de US \$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*)

Gráfico 50
Valor de cartera del capital extranjero en Bovespa: 1995-2003
 (millones de US\$)



Datos de Bovespa tomados de CVM.

Datos mensuales. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

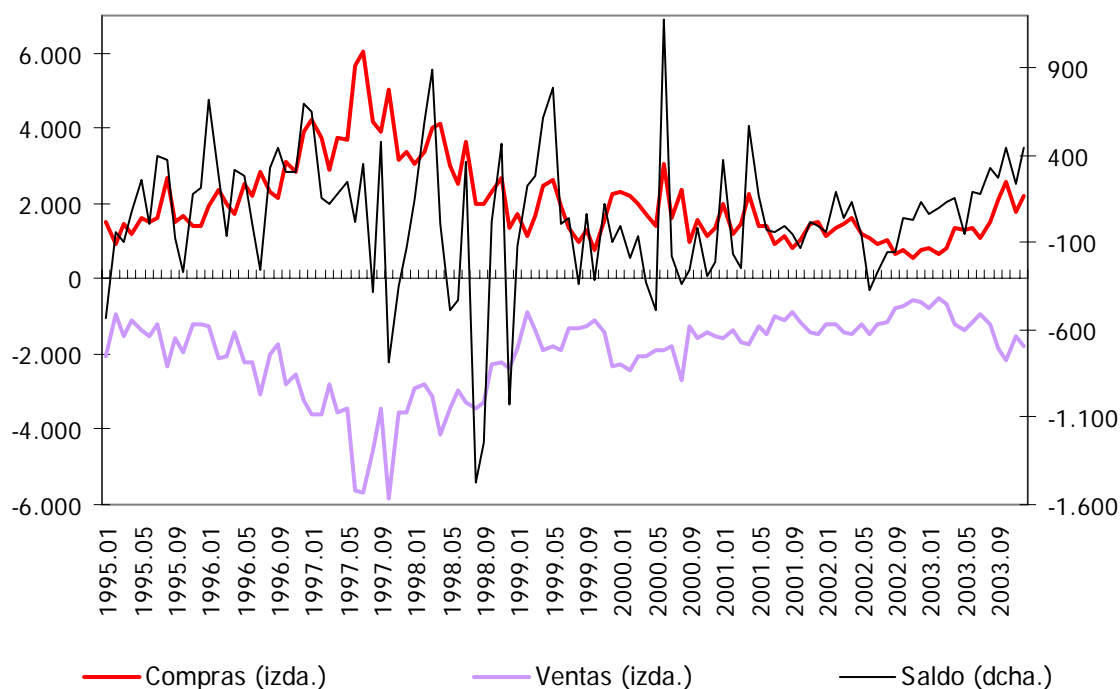
El peso relativo de estas compras sobre la bolsa del país es tal que el comportamiento de estos inversores internacionales explica tanto la expansión bursátil de los primeros años como la interrupción posterior. Según recoge el gráfico 50, la expansión inicial coincide con un aumento muy importante de la presencia extranjera en la bolsa brasileña: desde principios de 1995 hasta el verano de 1997 eleva sus compras en Bovespa de 17.000 millones de dólares mensuales hasta rozar los 50.000 millones en julio de 1997 (antes de las crisis asiáticas). Y la quiebra de esa expansión del mercado bursátil a partir de 1999 también se debe, fundamentalmente, a que desde entonces el capital extranjero comienza a deshacer sus posiciones: entre 1999 y finales de 2003 el valor de su cartera permanece en niveles reducidos, arrojando un promedio de 16.312 millones de dólares (la mitad de lo que mantiene en 1997 y 1998)³⁷¹.

Por último, conviene hacer una aclaración sobre las compras extranjeras de acciones. Como vemos en el gráfico 49, en los primeros años, hasta 1995, el 71,3% de estas compras se realizan mediante entradas de inversión en cartera, lo que denota que la operación no implica un compromiso estable con las empresas cuyas acciones se adquieren, sino que más bien prevé la obtención de plusvalías financieras en un horizonte temporal reducido. Posteriormente, las compras de acciones comienzan a canalizarse mayoritariamente a través de inversión directa: entre 1996 y 2003 el 85,3% de las compras de acciones se ejecuta por esta vía.

Esto podría indicar un mayor compromiso de estas inversiones con la actividad productiva que financian pero, sin embargo, la mayor parte de la inversión directa que acude a Brasil responde también a un horizonte temporal guiado por la expectativa de una rápida valorización de las acciones. En este sentido es muy ilustrativo el hecho de que, aunque a partir de 1997 la mayor parte del capital extranjero que acude a la bolsa brasileña compra acciones bajo la fórmula de inversión extranjera directa, esto no dota a este mercado de menor volatilidad. Las fluctuaciones del volumen de operaciones de compra-venta realizadas continúan siendo, como recoge el gráfico 51, elevadas, siguiendo un comportamiento similar al que se registraba cuando las compras de acciones eran mayoritariamente inversiones en cartera. Así pues, la evidencia indica que ambos tipos de flujos se comportan conforme a las mismas características: operaciones de corto plazo en busca de ganancias financieras rápidas.

³⁷¹ En estos dos años el valor de cartera del capital extranjero en Bovespa es de un promedio de 32.816 millones de dólares.

Gráfico 51
Operaciones realizadas por el capital extranjero en
Bovespa: 1995-2003
 (millones de US \$)



Datos de Bovespa tomados de CVM.

Datos mensuales. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

10.2.3. La importancia del Estado: las privatizaciones

También en el caso del mercado de acciones, como en el de títulos de deuda, la acción estatal es fundamental para estimular las entradas de capital extranjero, que acuden, en gran medida, atraídas por las grandes privatizaciones. Como ya se ha explicado (apartados 7.5 y 7.6), a mediados de 1996 el proceso de privatizaciones se acelera y se inicia en sectores que hasta entonces estaban blindados al capital privado en general, o al de origen foráneo en particular. Según recoge el gráfico 26 (capítulo 7), entre 1997 y 1998 se acometen las mayores privatizaciones, de forma que sólo en esos dos años el Estado vende acciones por valor de más de 65.000 millones de dólares. El volumen de activos financieros generados es, por tanto, muy importante, y su peso relativo sobre la bolsa del país también: antes de las grandes privatizaciones, las empresas estatales suponían el 50,7% de la capitalización bursátil y ese porcentaje se reduce al 23,8% a partir de 1999³⁷².

³⁷² Cálculos a partir de datos de CVM.

El capital extranjero responde con entusiasmo a estas privatizaciones. Los inversores internacionales, que hasta entonces no participaban activamente en la compra de empresas públicas (su participación hasta 1994 es del 5%), se convierten entonces en los principales compradores: adquieren el 53% del patrimonio público privatizado entre 1995 y 2002³⁷³.

Esta participación es tan importante que las privatizaciones determinan la ubicación sectorial de la inversión directa que ingresa durante esos. En 1995, antes de iniciarse las mayores ventas, el capital extranjero se concentraba en la industria, que aglutinaba el 66,9% del stock total de inversión directa³⁷⁴, mientras que desde finales de 1996, cuando se inicia la venta de las mayores y más suculentas empresas públicas, el destino de las entradas se modifica por completo, ya que la mayoría de esas empresas pertenecen al sector de servicios: las privatizaciones de empresas eléctricas concentran el 21,2% y el 23,2% de las entradas en 1996 y 1997 respectivamente³⁷⁵; con el inicio de la privatización de *Telebrás* en 1998, las inversiones comienzan a concentrarse en telecomunicaciones (el 11% de las entradas de ese año, y el 29,4% y el 36,5% de los dos siguientes); y, por último, la predilección por el sector financiero se produce cuando éste se privatiza, pasando de concentrar el 7,4% de las inversiones directas en 1996 al 27,7% en 1998³⁷⁶.

El gráfico 52 muestra la coincidencia entre la evolución temporal de las entradas por privatización y el saldo neto de la inversión directa recibida: el saldo anual se multiplica por más de seis entre 1995 y 1998, mientras que cuando las empresas más interesantes han sido vendidas, las entradas netas de inversión dejan de crecer y descienden a partir de 2001, cuando concluye el grueso del programa de privatizaciones. Como vemos en el gráfico, son varios los trimestres entre 1997 y 2000 en los cuales más del 40% de la captación neta de inversiones extranjeras directas se dirige a la compra de empresas estatales³⁷⁷. Conviene recordar que en gran medida se trata de ingresos que no suponen

³⁷³ Complementariamente, los demás grupos de compradores de empresas privatizadas reducen su participación relativa. Destaca la pérdida de protagonismo de las instituciones financieras nacionales, que se reduce del 25% en 1990-1994 al 7% en 1995-2002 (BNDES, 2002).

³⁷⁴ La composición sectorial del stock de IED en Brasil la calculamos a partir de datos de BCB (*Departamento de Combate a Ilícitos Financeiros e de Supervisão de Câmbio e Capitais Internacionais*).

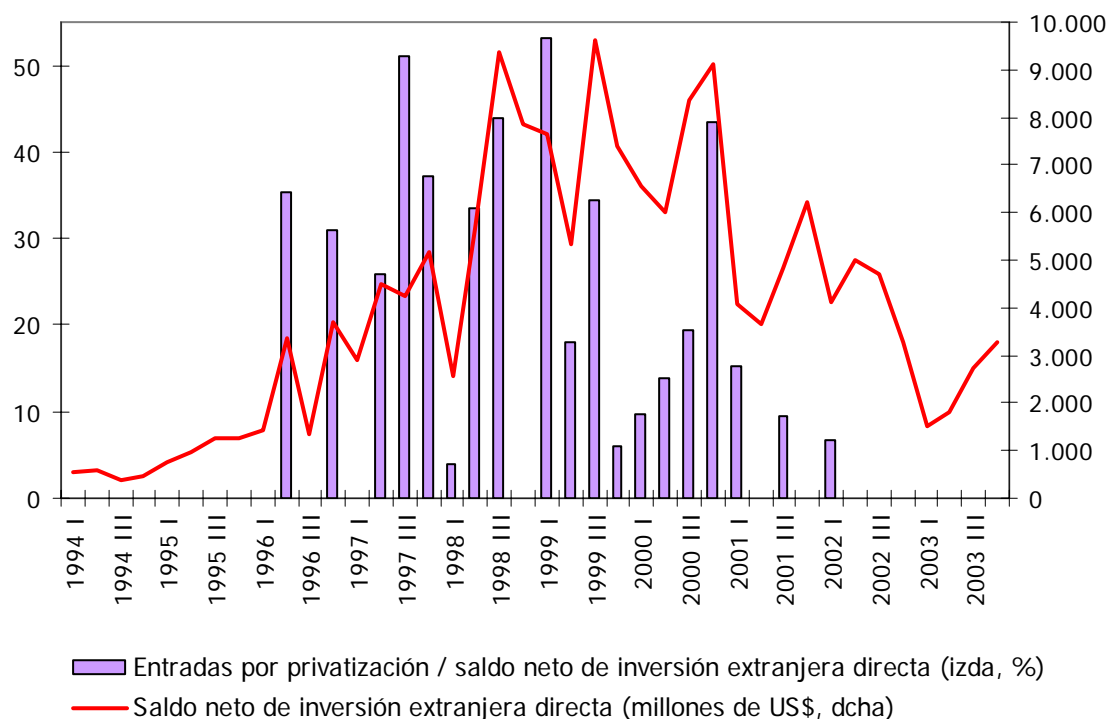
³⁷⁵ Los datos de distribución sectorial de los ingresos los calculamos a partir de datos de BCB (*Diretoria de Fiscalização, Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio*). De 1996 a 2000 se incluyen sólo los datos referentes a las empresas que ingresan más de 10 millones de dólares anuales (aproximadamente el 90% de las entradas de inversiones extranjeras directas).

³⁷⁶ En 2000, debido a la compra de *Banespa* por Santander, el sector financiero vuelve a concentrar una proporción muy elevada de la inversión extranjera directa (el 21,4%). Incluimos en el sector financiero sus actividades auxiliares y las de seguros y pensiones privados.

³⁷⁷ Hay que tener en cuenta que los datos que manejamos infravaloran las entradas extranjeras que se destinan a privatizaciones, porque la balanza de pagos sólo registra de forma desglosada aquellas que

un incremento de la capacidad productiva del país, sino un mero cambio en la titularidad de los activos³⁷⁸.

Gráfico 52
Privatizaciones e inversión extranjera directa: 1994- 2003
(saldos netos, % y millones de US\$)



Elaboración propia a partir de datos del BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Se consideran las únicas entradas por privatización que la balanza de pagos registra de forma desglosada (en la partida de "moneda") y el saldo neto de la inversión extranjera directa que compra acciones (se excluyen los créditos intercompañías). La numeración del eje horizontal indica años y trimestres.

Consiguientemente, el curso de las privatizaciones determina también la evolución del mercado bursátil: cuando acaban las mayores ventas, que habían dinamizado el mercado secundario de acciones desde mediados de 1996 a finales de 1998, tanto el capital extranjero como el nacional reducen sus operaciones en Bovespa. A ello se suma que, con frecuencia, los inversores internacionales deciden cerrar o reducir el capital de las empresas recién adquiridas porque prefieren financiarse con recursos obtenidos a través de las emisiones de capital que realizan sus matrices en los mercados internacionales.

suponen ingreso de efectivo (en la partida "moneda"), pero también hay entradas por privatizaciones sin identificar en la partida de "conversión", que no podemos incluir en nuestros cálculos.

³⁷⁸ La participación de capital extranjero en operaciones de fusiones y adquisiciones en Brasil equivale al 53,9% de las entradas brutas de inversión extranjera directa entre 1998 y 2003. Cálculos realizados a partir de datos de la UNCTAD tomados de <http://www.unctad.org/Templates/Page.asp?intItemID=3277&lang=1>.

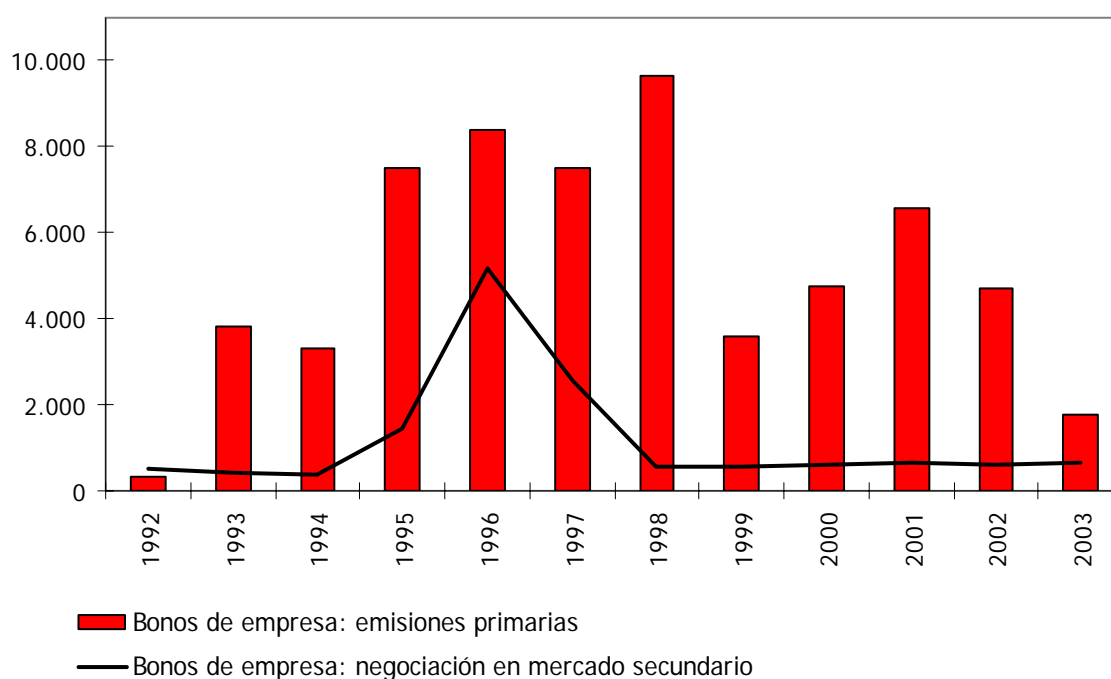
10.3. El mercado de bonos de empresa

El mercado de bonos corporativo, que aporta más recursos a las empresas brasileñas que el de acciones, también se ve afectado por la gran absorción de recursos que realiza el mercado de deuda pública garantizada. En este caso, ni los agentes financieros instalados en Brasil ni los inversores que realizan sus operaciones desde el exterior compran un volumen significativo de títulos de renta fija empresarial, por lo cual si este mercado no es aún más reducido es debido a la intervención del Estado, el principal comprador.

10.3.1. Un mercado de cierta dimensión y también muy concentrado

El mercado secundario de bonos es mucho menos dinámico que el de acciones, pero siguen siendo los títulos de renta fija los que aportan más recursos a la inversión empresarial. Como se aprecia en el gráfico 53, las emisiones de bonos corporativos van en ascenso desde 1995 y siempre superan a las de acciones: desde ese año hasta 1998 se emiten bonos por un promedio de 8.263 millones de dólares anuales, un valor tres veces superior al de las emisiones de acciones.

Gráfico 53
Emisiones y volumen de negociación de bonos corporativos:
1992-2003
 (millones de US\$)



Cálculos propios a partir de datos de CVM.

Las emisiones primarias se refieren a las totales realizadas al año y el volumen negociado en el mercado secundario es el promedio mensual de cada año.

Sin embargo, el mercado secundario de la renta fija empresarial es poco dinámico, como muestra el mismo gráfico, lo que significa que la mayor parte de los compradores mantienen esos bonos hasta su vencimiento final. Ese mercado secundario sólo registra un mayor nivel de actividad entre 1995 y 1997, pero después el volumen negociado se reduce a unos 900 millones de dólares al mes³⁷⁹. Además, como en el caso de las acciones, a partir de 1999 también disminuyen los recursos obtenidos por las empresas mediante la emisión de bonos. Ese año las empresas brasileñas emiten bonos por valor de 3.598 millones de dólares, tres veces menos que el año anterior y hasta 2003 arroja un promedio anual de 4.277 millones de dólares.

Al mismo tiempo, como se ha analizado en el caso de las acciones, el grupo de empresas que pueden lograr parte de su financiación a través de bonos es bastante pequeño. La concentración de las emisiones es alta, de modo que la inmensa mayoría de las empresas brasileñas no puede utilizar esa alternativa. En 1998, el año de mayores emisiones, sólo 57 empresas emiten este tipo de títulos en el mercado abierto y tres de ellas concentran el 32% del valor emitido total. Con el paso de los años la concentración se agudiza: en 2003 sólo 15 empresas emiten bonos negociables y las tres mayores concentran el 66% de éstas³⁸⁰.

Por otra parte, hay que tener en cuenta que ese pequeño grupo de empresas que emiten bonos lo hace en condiciones que no son favorables porque tienen que competir con la deuda pública garantizada. Según los datos recogidos en el estudio de Simão (2006), casi la mitad de las emisiones de bonos empresariales se subordina a la evolución de alguna variable financiera, sobresaliendo las emisiones que vinculan el rendimiento del bono a la evolución del tipo de interés, las cuales suponen el 39% del total (ibid.: 7)³⁸¹.

10.3.2. Protagonismo de las compras de la banca pública

De nuevo el Estado, en este caso como demandante, tiene un papel fundamental en el sostenimiento de este mercado financiero. Igual que, según analizamos en el siguiente apartado, el crédito público juega un papel central en el mercado de crédito empresarial, es el sector público (y no el capital privado) quien mantiene el mercado de renta fija corporativa. En particular, el mercado de bonos empresariales se sostiene gracias a que el

³⁷⁹ El promedio exacto entre 1997 y 2003 es de 886 millones de dólares mensuales.

³⁸⁰ Elaborado a partir de datos de CVM.

³⁸¹ El estudio recoge los datos de las emisiones de bonos convertibles en acciones (la mayoría adoptan esta forma) desde 1994 a octubre de 2006. En este período hay 105 emisiones y el estudio toma en cuenta 99. Más detalles sobre las emisiones en Simão (2006: 226-228).

BNDES es su principal comprador (Leal y Carvalho, 2006: 40 y Simão, 2006: 56). Entre 1996 y 2003 el valor de los bonos de empresas que esta institución registra en sus balances registra un promedio de más de 3.000 millones de dólares³⁸². Hay que considerar que en ese período las emisiones primarias de bonos son de un promedio de 5.870 millones de dólares; es decir, que más de la mitad de las compras las realiza el *Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social* (BNDES), a lo que hay que sumar que otros bancos públicos también efectúan adquisiciones importantes. Esa fuerte presencia pública explica en buena medida que el mercado secundario sea poco dinámico, pues se trata de un comprador con ánimo de financiar a las empresas y no de obtener ganancias financieras mediante la negociación de títulos.

Los demás agentes que compran activos financieros en el país contribuyen muy poco a financiar a las empresas mediante la compra de sus títulos de deuda. Por una parte, el valor de cartera de los inversores internacionales que compran bonos corporativos negociables, que crece de aproximadamente 2.500 millones de dólares a comienzos de 1995 a unos 4.500 millones de dólares a mediados de 1996, se desploma de forma precipitada cuando surgen las turbulencias en el mercado financiero internacional: caen de 4.632 millones de dólares en el tercer trimestre de 1997, antes de las crisis asiáticas, a 550 millones de dólares en el último de 1998, tras la moratoria rusa³⁸³. Desde entonces, como vemos en el gráfico 41 (capítulo 9), las obligaciones emitidas por las empresas son una opción que no merece consideración para el capital extranjero: hasta 2003 el valor de sus inversiones mantiene un promedio muy reducido, de sólo 622 millones de dólares. Además, los pocos inversores extranjeros que siguen optando por estos activos se concentran en comprar papeles que emite el sector financiero, mientras que su contribución al mercado de bonos de empresas del sector no financiero es negativo a partir de 1999³⁸⁴.

Por otra parte, tanto los bancos como los fondos de inversión y de pensiones también dedican una cantidad de recursos muy escasa a este mercado. Entre 1995 y 2003 los

³⁸² El promedio exacto es de 3.013 millones de dólares. Obtenemos los datos de los balances del BNDES que nos facilita la institución a 31 de diciembre de cada año, y realizamos la estimación en dólares utilizando el tipo de cambio medio anual que estima el BCB.

³⁸³ Nos referimos al valor de cartera de los bonos negociables en poder de inversores extranjeros. Realizamos los cálculos a partir de datos mensuales facilitados por CVM.

³⁸⁴ La balanza de pagos registra las entradas de inversión en cartera que se destinan a la compra de todo tipo de bonos corporativos (negociables o no) y desagrega los emitidos por empresas y los que emite el sector financiero. Las primeras pasan de 11.085 millones de dólares anuales en 1996 a 2.488 millones de dólares en 1999 y a partir de entonces, el capital internacional en posesión de este tipo de títulos realiza ventas superiores a sus compras, de forma que el promedio anual de entradas netas entre 1999 y 2003 es negativo (-221 millones de dólares).

bonos de empresas absorben sólo un promedio del 2,8% de los recursos que los bancos invierten en títulos financieros (gráfico 44 del capítulo 9 y tabla 6 del anexo). Los fondos de inversión, que directa e indirectamente también forman mayoritariamente sus carteras de títulos públicos garantizados, ya dedicaban pocos recursos a la compra de bonos corporativos en 1995 (el 3,5%) y la reducen en 1997, arrojando un promedio del 2,2% entre ese año y 2003 (gráfico 47 del capítulo 9 y tabla 14 del anexo). Por último, las compras realizadas por los fondos de pensiones registra una trayectoria similar: son el 5,2% sobre su cartera financiera en 1995 y descienden a un promedio de 2,6% en 1997-2003 (tabla 16 del anexo).

10.4. Un mercado de crédito reducido y en retroceso

Toda la literatura ortodoxa sobre la materia pronosticaba que, una vez producido el saneamiento, la privatización, la apertura y la “racionalización” del sistema bancario brasileño, éste respondería a la desaparición de su fuente de ingresos rentistas (la inflación) con una reorientación hacia nuevas actividades que redundaría en un incremento del crédito concedido (Barros y Almeida 1997: 4)³⁸⁵. Sin embargo, dado que según se analiza en el capítulo anterior en estos años los bancos agudizan su comportamiento rentista, éstos no sólo no incrementan el crédito que conceden, sino que lo reducen: las operaciones de crédito pasan de suponer el 33,9% sobre el activo bancario en 1995 al 25% en 2002 y el 24,6% en 2003 (gráfico 42 del capítulo 9 y tabla 6 del anexo). Como consecuencia, el pequeño mercado crediticio del país se contrae; y si esta contracción no es aún más acusada, es gracias a que de nuevo el Estado se encarga de sostener este mercado. La importancia estatal no se deriva sólo del nivel de crédito que conceden los bancos del sistema público, sino también de la orientación sectorial y las condiciones en las que se conceden estos créditos.

10.4.1. Reducción del crédito privado

En un sentido, se puede decir que los bancos reaccionan al fin de la inflación según los pronósticos oficiales. En primer lugar, realizan la denominada “racionalización”, es decir, recortan severamente sus gastos mediante despidos masivos: entre 1994 y 1999 los puestos de trabajo en el sector bancario disminuyen en 238.191³⁸⁶. En segundo lugar, y

³⁸⁵ Barros y Almeida (1997) recogen la visión oficial del gobierno sobre la adaptación del sector bancario al nuevo contexto de estabilidad monetaria. Sobre este tema también se puede consultar IBGE-ANDIMA (1997), Pereira (2001) y ANDIMA (2001).

³⁸⁶ En 1999 el sector emplea a 408.209 trabajadores (Pereira, 2001).

también según lo previsto, los bancos generan nuevas fuentes de ingresos (Pereira, 2001: 22-25). Las tarifas bancarias se incrementan abruptamente, pasando de representar un 6% de sus gastos administrativos en junio de 1994 al 13,3% en diciembre de ese mismo año³⁸⁷. Igualmente, los bancos aumentan de modo considerable el *spread* que aplican sobre los créditos concedidos, de forma que durante los primeros meses de estabilidad monetaria ese diferencial se sitúa en niveles extremadamente elevados, registrando un promedio de 132,5% entre julio de 1994 y diciembre de 1995³⁸⁸.

Sin embargo, el nivel de crédito concedido, que iba en ascenso desde los primeros años noventa, disminuye unos meses después de que entra en vigor el *Plano Real*, y una vez agotado el efecto de ciertos factores coyunturales, los niveles de impago y demora se disparan (la proporción de cheques devueltos por falta de fondos se multiplica por más de cuatro entre julio de 1994 y julio del año siguiente)³⁸⁹, y los elevados tipos de interés reales bloquean la utilización del crédito bancario.

De esta forma, el nuevo escenario financiero determina que el crédito bancario en Brasil sea incluso más escaso, caro y volátil que en el pasado (Teixeira 2006a y 2006b). Por una parte, como vemos en el gráfico 54, el valor real del crédito bancario concedido al sector privado, que iba en ascenso desde 1990, interrumpe su crecimiento a partir de junio de 1995. Los préstamos a las empresas son los que más acusan ese bloqueo, mientras que un sector bastante reducido de familias sí encuentra condiciones para seguir aumentando el crédito del que dispone, como se expone en el apartado 8.2.2. Como resultado, tras la puesta en marcha del *Plano Real* el valor relativo del crédito concedido al sector privado sobre el PIB retrocede notablemente: se reduce en más de un quinto en menos de 10 años, cayendo del 28% del PIB en 1994 al 22% en 2003³⁹⁰. Y el recorte del crédito que llega al sector productivo es sensiblemente superior, ya que desciende del 25,8% al 16,9% del PIB, lo que supone un 35% menos que la modesta proporción que existía en la fecha inicial.

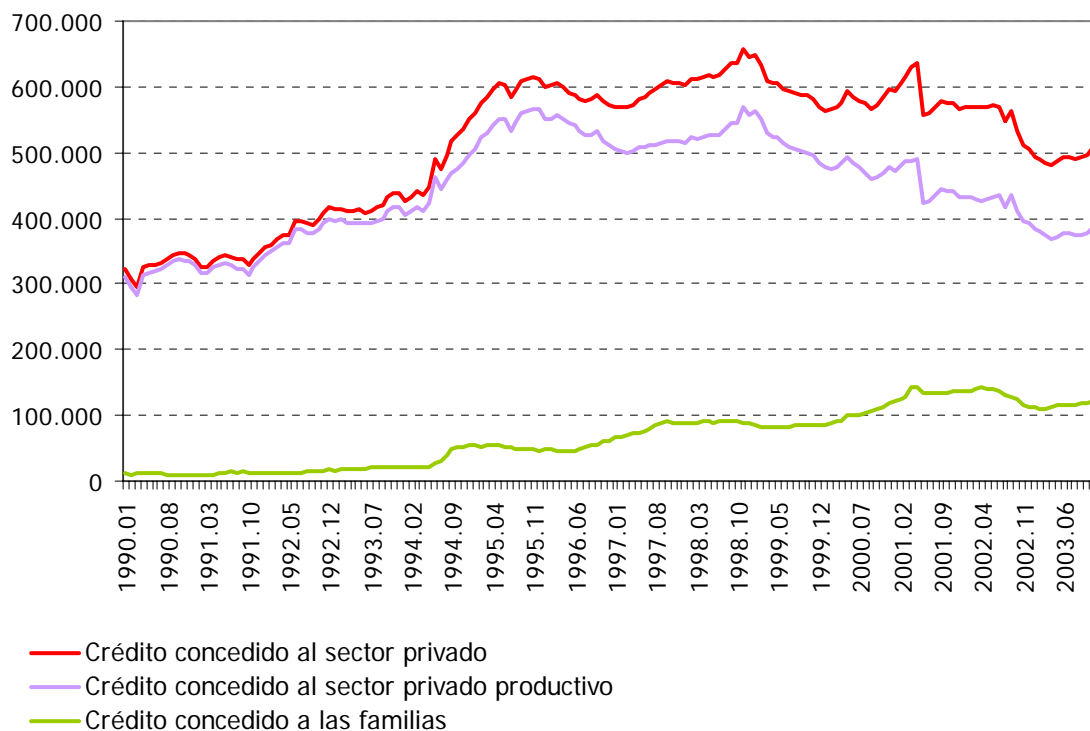
³⁸⁷ Datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*). En junio de 1996 las tarifas ya sobrepasan el 20%, por lo que el mes siguiente la Resolución n° 2.303 del BCB establece servicios mínimos por los que los bancos no pueden cobrar (Pereira, 2001: 22).

³⁸⁸ A partir de 1996 el *spread* bancario se reduce, pero sigue siendo muy alto: del 47,8% entre 1997 y 2003. Calculado a partir de datos de BCB (*Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos*).

³⁸⁹ En ese año los cheques devueltos por segunda vez por falta de fondos pasan del 1,1 por mil al 4,8 por mil. Datos de Serasa obtenidos de IPEA.

³⁹⁰ Cálculo a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*). Consultar tabla 4 del anexo.

Gráfico 54
Crédito concedido al sector privado: 1990-2003
 (millones de R\$ de 2007)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*). Se deflacta con el IGP-DI. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

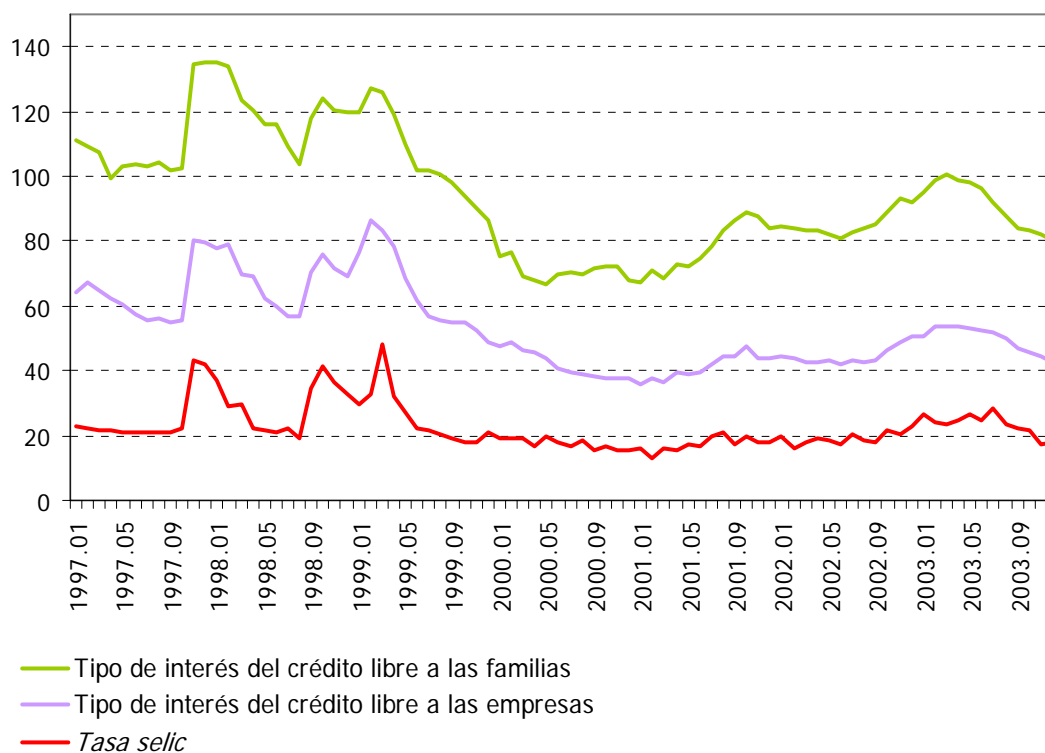
Por tanto, la fuerte expansión del sector financiero no es óbice para que el mercado crediticio del país permanezca ostensiblemente infradesarrollado. La proporción del crédito sobre el PIB no sólo se sitúa muy por debajo de la que presentan los países desarrollados, sino que también es sustancialmente inferior a la que muestra la mayoría de los mercados emergentes. La comparación internacional no deja lugar a dudas: según los datos de Teixeira (2006a: 19) entre 1990 y 2006 el total del crédito concedido en Brasil (tanto al sector privado como público) supone una media del 27% de su PIB, mientras que en los países del Este Asiático es del 72%, y en los de Oriente Medio y Norte de África está en el 43%. Los datos de BM para 2005 lo corroboran: Brasil registra un nivel equivalente al 31% del PIB, muy inferior a la proporción de los países desarrollados (con un promedio del 159%) y a la media de los mercados emergentes (49%)³⁹¹.

Esto se debe a que a las condiciones estructurales que han limitado históricamente el desarrollo del mercado de crédito brasileño se suma, a partir del lanzamiento del *Plano Real*, un nuevo obstáculo: su precio desorbitado, es decir, los altos tipos de interés. Por

³⁹¹ Datos de BM (*Financial Structure DataBase*).

un lado, los bancos que ejercen en Brasil aplican un *spread* extremadamente elevado (Freitas y Prates 2001: 102) y retienen un margen de beneficio que también es inusualmente alto sobre este *spread*, de aproximadamente el 40%³⁹². Sin embargo, por otro lado, la causa fundamental es que el tipo de interés básico de la economía, a partir del cual se determina el de los créditos, también es exagerado. Como resultado, la solicitud de un préstamo es una operación extremadamente cara, prohibitiva para la inmensa mayoría de la población y de las empresas. Precisamente, lo que constituye el atractivo para los inversores financieros que operan en Brasil se convierte en un obstáculo de primer orden para el desarrollo de la actividad productiva interna.

Gráfico 55
Tipo de interés de los créditos "libres" y *tasa selic*: 1997-2003
(% anual)



Datos de BCB (*Boletim, Mercado Financeiro e de Capitais*) para la *tasa selic* y BCB (*Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos*) para el tipo de interés de los créditos "libres".
Tipo de interés nominal. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

Por eso, que el tipo de interés sea el reclamo fundamental para la captación de ahorro externo tiene dos implicaciones fundamentales. La primera es que determina que el tipo de interés de los créditos "libres"³⁹³ se mantenga en niveles elevados. Como ilustra el

³⁹² Entre 1999 y 2003 el margen de beneficios retenido por los bancos en Brasil es el 38,1% sobre el *spread*, proporción muy superior a la que obtiene el capital bancario en otros países (Luquet, 2007: 73).

³⁹³ Los créditos "libres", a diferencia de los denominados créditos direccionados, son aquéllos que no tienen predeterminado un destino ni unas condiciones específicas.

gráfico 55, la *tasa selic*, que sigue siendo alta incluso después de 1997, provoca una evolución similar del tipo de interés que los bancos fijan para los créditos empresariales y para las familias. En efecto, sucede que una vez superado el efecto de las turbulencias internacionales de 1997-1999, las empresas brasileñas pagan un tipo de interés nominal en torno al 40% anual por los créditos que contraen con los bancos y en el caso de las familias está alrededor del 80%, lo cual significa que entre 1997 y 2003 ambos agentes económicos todavía deben afrontar tipos de interés reales prohibitivos: 38,5% y 75,7% respectivamente³⁹⁴. La segunda implicación es que el precio y el volumen del crédito concedido quedan sometidos a la volátil trayectoria del capital financiero internacional. Esta cuestión la desarrollamos en el capítulo siguiente, si bien en una primera aproximación se puede apreciar en el gráfico 55.

10.4.2. La importancia del crédito público y de su orientación

En abierto contraste con lo previsto por la estrategia de liberalización y privatización, el Estado sigue realizando una función crucial en la provisión de crédito, lo cual hace que el crédito total concedido en Brasil no sea todavía más exiguo (Teixeira, 2007). Por un lado, a pesar de que como se analiza en el capítulo 7 muchos bancos públicos fueron privatizados, el crédito público sigue representando un promedio del 37,7% del crédito total concedido en 2001-2003³⁹⁵, lo que es un porcentaje ciertamente importante. Más aún si se tiene en cuenta que ese crédito público se dirige en gran medida a las empresas, con lo cual el Estado compensa parcialmente el efecto demoledor que sobre la actividad productiva tiene la práctica rentista a la que se dedican los bancos privados.

Por otro lado, la importancia del Estado en la provisión de crédito al sector empresarial sobrepasa la que se deriva de su alta participación en el crédito concedido. En primer lugar, porque el sector público despliega una multiplicidad de mecanismos indirectos que influyen en el mercado de crédito privado, sin los cuales el acceso a éste sería todavía más complicado. En ese sentido, destaca la asunción de garantías (sean avales o seguros) para la concesión de créditos privados; por ejemplo, el 95% de los seguros sobre créditos para la exportación son concedidos por el BNDES³⁹⁶. Otras dos formas de intervención son la subvención parcial de los intereses de los créditos concedidos por el sector privado (BNDES subvencional el crédito agrícola a través de la *tasa de juros de longo prazo* (TJLP), por ejemplo) y las normas que suponen un “direccionamiento” de parte del crédito

³⁹⁴ Deflactamos con el IGP-DI a partir de los datos con los que se construye el gráfico 55.

³⁹⁵ Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*).

³⁹⁶ El promedio exacto entre 2000 y 2005 es del 94,5% (Teixeira, 2007: 14).

que concede el sector privado, que queda obligado a orientarse hacia destinos concretos y en condiciones determinadas.

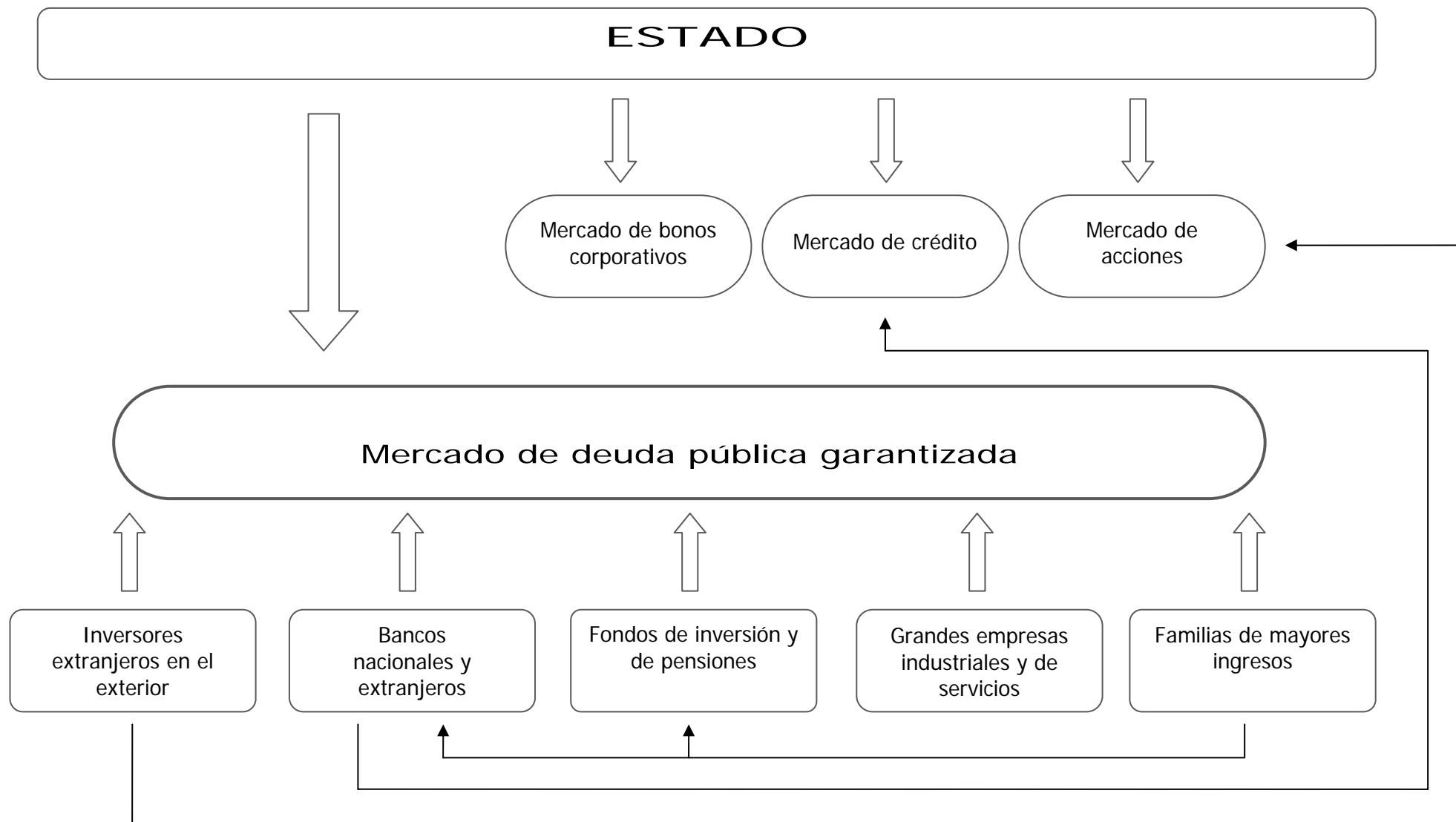
En segundo lugar, el Estado ejerce un papel particularmente relevante en la provisión de crédito a los sectores y en los momentos en los que la lógica del beneficio privado haría que su escasez crediticia fuese aún mayor de la existente. El crédito público juega así una función anticíclica y compensa las fuertes oscilaciones a las que la evolución errática del tipo de interés somete al crédito privado³⁹⁷. A lo que hay que añadir que el Estado concede créditos con plazos muy superiores a los del mercado. Por ejemplo, el plazo medio de amortización de los créditos concedidos por el BNDES es de cerca de 96 meses, mientras que en el resto del mercado dicho plazo se sitúa en un promedio de 9 meses (Teixeira 2006b: 29). Al mismo tiempo, el sector público se concentra en proveer de crédito a sectores que de otra forma quedarían excluidos del mercado, como son el sector inmobiliario y el rural, a los cuales abastece del 75,8% y el 72,2% del total del crédito que reciben, mientras que también es fundamental para el sector industrial porque le proporciona el 39,5% del crédito³⁹⁸. Hay sectores en los que el Estado es el único proveedor de crédito de largo plazo: financia en solitario todas las compras de máquinas y equipos nacionales, las de las ramas de industrias básicas, y la inversión en infraestructuras (ibid.: 30-31)³⁹⁹.

³⁹⁷ Sobre la naturaleza anticíclica del crédito público recomendamos se puede consultar Teixeira (2006b y 2007: 23-25 y 30-33).

³⁹⁸ Cálculos a partir de datos de BCB (*Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos*). El promedio exacto para 1995-2006 es el 74,3% en el sector inmobiliario, el 68,8% en el rural y el 39,8% en el industrial.

³⁹⁹ En torno al 40% de los recursos desembolsados por el BNDES se destinan al sector de infraestructuras (Teixeira, 2007: 33).

Nuevo escenario financiero: mercados y agentes (principales relaciones)



Capítulo 11

La financiarización de la economía brasileña: Brasil enredado en una trampa financiera

El nuevo escenario financiero sienta las bases para que se produzca una fuerte expansión de las actividades financieras y, lo que es más importante, para que éstas prevalezcan sobre el conjunto de la economía. De esa manera, primero durante los años de crecimiento (1993-1997) y después cuando la actividad económica permanece prácticamente estancada (1998-2003), se reproduce una nueva dinámica de funcionamiento económico que se corresponde con la que hemos caracterizado en el capítulo 5 como financiarizada: la lógica de la valorización financiera en el corto plazo se impone sobre el resto de la economía, lo que significa que tanto sus agentes y mercados principales, como sus criterios de decisión, predominan sobre los agentes dedicados a actividades productivas y sobre las decisiones de inversión y consumo. Al análisis de esta nueva dinámica de funcionamiento económico se dedica el primer apartado de este capítulo.

En el segundo, se explica por qué el hecho de que a partir de 1998 Brasil reduzca su captación neta de recursos extranjeros no disminuye su grado de exposición externa: su vulnerabilidad frente a posibles movimientos imprevistos de los inversores internacionales sigue siendo alta debido a que la necesidad de contar con financiación extranjera continúa siendo muy elevada y a que la volatilidad potencial de los flujos recibidos se materializa, repetidamente, en episodios de fuerte inestabilidad. De esta forma, la debilidad estructural y el errático comportamiento del ahorro del cual Brasil depende y la actuación del Estado, orientada a captar y mantener esos recursos, alimentan de forma continuada la financiarización de la actividad económica. La consecuencia es que el conjunto de la economía queda enredado en una trampa financiera que, de forma sistemática, reproduce

el predominio de lo financiero sobre el conjunto de la actividad económica. Es a lo que denominamos la “financiarización permanente”.

El último apartado se dedica a analizar cómo el nuevo funcionamiento que rige la actividad económica genera un doble proceso. Por un lado, desde el punto de vista de los agentes económicos, se acentúa la correlación de fuerzas a favor de los principales grupos sociales que intervienen en ella: el capital extranjero, la facción financiera del capital nacional, ciertas empresas nacionales del sector no financiero y las familias de mayores ingresos mejoran ostensiblemente su capacidad económica, mientras que la inmensa mayoría de la población empeora su situación. Por otro lado, esa mayor desigual distribución de la renta ahonda la debilidad crónica de la demanda interna y las limitaciones productivas de la economía brasileña. Es por ello por lo que, según se desprende del análisis realizado en el capítulo 2, a lo largo de estos años se profundizan los límites estructurales que obstaculizan el desarrollo económico de Brasil. En definitiva, se comprueba cómo la trampa que reproduce la financiarización de la economía brasileña reproduce simultáneamente su subdesarrollo.

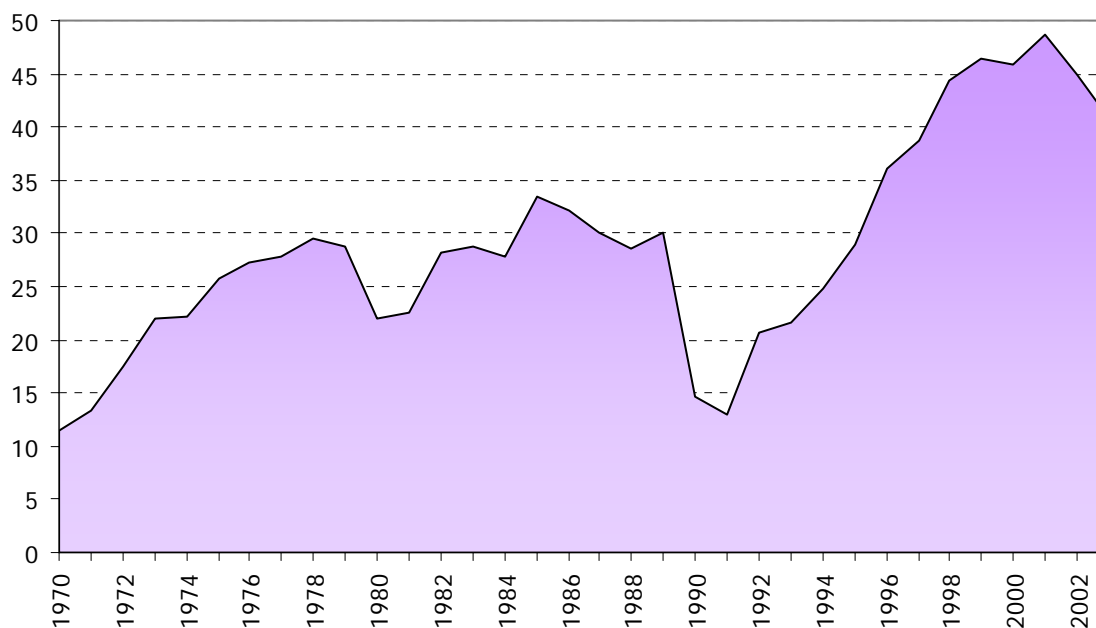
11.1. Financiarización: la lógica financiera domina la dinámica de la economía

El crecimiento rentista del sector financiero brasileño resulta en una importante expansión de los ingresos que se obtienen en los mercados financieros del país. Pero la capacidad del rentismo de incidir sobre el funcionamiento económico sobrepasa los límites del ámbito estrictamente financiero: el comportamiento básico de las empresas y las familias, es decir, la inversión y el consumo privados, se ven afectadas por las dificultades que se derivan de que los agentes financieros se dediquen al rentismo en lugar de a intermediar recursos a la actividad productiva. Simultáneamente, buena parte de las empresas y la reducida proporción de familias que cuenta con recursos para ello, compran también deuda pública indexada y se dedican a obtener ingresos rentistas. Por último, el Estado, que creó las condiciones de la financiarización, queda enredado en su propia lógica: tiene que dedicar gran parte de sus recursos a financiar ese rentismo que, por otra parte, no deja de crecer porque las necesidades financieras del Estado, que lo alimentan, también lo hacen.

11.1.1 Crecimiento de los activos y las rentas financieras

El desarrollo del rentismo que caracteriza al nuevo escenario financiero determina que los activos financieros y los ingresos que de ellos se derivan crezcan de forma espectacular. El valor real del stock de activos financieros acumulados en el país, que ya alcanzaba niveles considerables durante los años ochenta, se incrementa velozmente, de forma que casi se triplica entre 1992 y 2003⁴⁰⁰. Este avance es también formidable en comparación con la evolución de las variables productivas. El gráfico 56 pone de manifiesto que la relación entre el valor de los activos financieros y el PIB creció con rapidez durante los años setenta, manteniéndose en torno al 30% en la década siguiente y registrando un incremento todavía más intenso a lo largo de los años noventa. Como resultado, este indicador alcanza valores superiores al 45%, entre 1999 y 2002, registrando un máximo de 48,6% en 2001.

Gráfico 56
Valor de los activos financieros: 1950-2003
(% del PIB)



Cálculos a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).
Se toma el diferencial entre M4 y M1 sobre el PIB, deflactando con el IGP-DI.

Una cantidad de activos tan voluminosa genera unos ingresos de magnitud también muy importante. Ciertamente, no todos los activos financieros del país rinden intereses, ya que también se generan ganancias financieras derivadas de la compra-venta de acciones en la

⁴⁰⁰ Siguiendo a Bruno (2005: 350), estimamos el stock de activos financieros mediante la diferencia entre M4 y M1, que es una aproximación razonable a la riqueza mantenida en forma financiera.

bolsa y dividendos repartidos por las empresas. Pero dada la morfología analizada de los mercados financieros en Brasil, en particular, el abrumador predominio de la deuda pública, la mayor parte del ingreso financiero corresponde a los intereses.

La dimensión de estos intereses es enorme: entre 1995 y 2003 alcanza una participación sobre la renta bruta disponible del 45,9%⁴⁰¹. Esto nos indica que el rentismo “secuestra” una proporción exageradamente alta de la renta. Hay que destacar que esta proporción es más elevada a partir de 1998, arrojando un promedio del 48,2% hasta 2003, a pesar de que en esos años el crecimiento de la producción y de la renta nacional es notablemente inferior al de 1995-1997 (cuando los intereses suponen un valor medio del 42,2%).

En síntesis, durante estos años el peso de los activos y las rentas financieras sobre la producción y la renta total del país alcanzan cotas históricamente desconocidas. Pero la importancia de las finanzas dentro del nuevo esquema de funcionamiento económico no es sólo cuantitativa: la lógica financiera, en este caso la del rentismo con deuda pública garantizada, sobrepasa su espacio natural de funcionamiento. La actividad económica brasileña se ha financiarizado.

11.1.2. Las empresas del sector productivo bajo la lógica financiarizada

Las empresas brasileñas ven profundamente modificado el contexto en el cual desarrollan su actividad en dos sentidos distintos. En primer lugar, el rentismo que caracteriza al mercado financiero obstaculiza enormemente el acceso a recursos que financien la inversión empresarial. En segundo lugar, ese rentismo atrae a importantes corporaciones industriales y comerciales que tienen la posibilidad de sumarse al negocio de la deuda pública garantizada.

Primeramente, según hemos analizado, durante estos años las dificultades del sector empresarial para acceder al crédito bancario se agudizan. Recordemos que el crédito recibido por el sector productivo sobre el PIB disminuye un 35% entre 1994 y 2003. Diversos estudios empíricos constatan que, a pesar de los esfuerzos públicos por compensar la inoperancia crediticia del sistema bancario privado, el grueso de las empresas brasileñas soporta una severa restricción que sólo es más suave para las empresas transnacionales (Terra, 2003: 460-463)⁴⁰². Como es lógico, los problemas de

⁴⁰¹ Cálculos a partir de datos facilitados por IBGE (*Coordenação de Contas Nacionais*).

⁴⁰² Sobre las dificultades que sufren las empresas brasileñas durante los años noventa para lograr financiación externa recomendamos Zonenschain (1998), Moreira y Puga (2000), Terra (2003), Morais (2005) y Junqueira y Alves (2007).

acceso al crédito son especialmente graves para las pequeñas y medianas empresas: según la investigación de Morais (2005), en 1999 sólo el 10% obtenía créditos bancarios, un porcentaje similar al que recurría a los amigos y los parientes como fuente de financiación empresarial⁴⁰³. Los obstáculos que el nuevo sector financiero, privatizado, en buena parte bajo control extranjero, y más rentista que nunca, impone a la dinámica productiva son identificados claramente por los empresarios industriales del país: según la patronal *Confederação Nacional da Indústria*: “el sector financiero impone restricciones al crecimiento empresarial en general, y al de las pequeñas empresas en particular, debido a que los créditos concedidos son caros, insuficientes y de plazos cortos” (Morais, 2005: 26).

Por otra parte, también hemos analizado que son muy pocas las empresas que pueden lograr financiación a través del mercado de capitales. Cada año apenas una decena de ellas emiten bonos negociables y sólo el 5% de las que cotizan en Bovespa concentran las tres cuartas partes de un valor total de capitalización que, a su vez, es bastante reducido si se compara con el PIB del país.

De esta forma, se constata que ni la entrada de capital extranjero, ni el crecimiento económico, ni el aumento de los recursos canalizados a través del sistema financiero nacional alteran la situación de infradesarrollo del sistema financiero. El coste financiero medio del sector empresarial en Brasil alcanza el 27,1%, mientras que se estima en un 11,6% para México y un 7,8% en Chile⁴⁰⁴. Siendo así, no es de extrañar que la autofinanciación (sometida a las restricciones que imponen sus debilidades productivas y financieras) sea el mecanismo fundamental de financiación para la mayoría de las empresas. De hecho, históricamente ha sido una alternativa más importante para Brasil que para otros países de la región (Zonenschain, 1998). Durante los años noventa, según Moreira y Puga (2000: 16), la financiación con recursos internos supone un 55% dentro de la estructura financiera de las empresas brasileñas.

Sin embargo, al mismo tiempo que acentúa la penuria crediticia y no proporciona recursos significativos mediante los mercados de capitales, el mercado financiero brasileño ofrece una magnífica oportunidad para que un grupo de empresas obtenga beneficios abultados, seguros y rápidos: la compra de deuda pública garantizada. Las empresas del sector

⁴⁰³ Según el mismo estudio (basado en los 8 mayores bancos, proveedores del 79% del crédito total concedido en la economía) son los bancos públicos los que cubren, aun insuficientemente, este segmento del mercado: las entidades públicas destinan a estas empresas el 40,3% del crédito total que conceden, mientras los bancos privados tan sólo el 13,6% (Morais, 2005: 46).

⁴⁰⁴ Promedio para el período 2002-2007, tomado de Nascimento (2007).

productivo que tienen condiciones de hacerlo no desaprovechan esta tentadora oportunidad. Así, el movimiento de ese grupo de empresas hacia el rentismo financiero se constata a través de los balances de las 500 mayores empresas: entre 1996 y 2006 la proporción de “colocaciones financieras” dentro de su activo aumenta en más de un 50%, pasando del 6,4% al 10% (Campelo Jr. 2007: 68-70). Analizando más detalladamente esos balances en los últimos años, se aprecia que la participación media de los valores mobiliarios de corto plazo se sitúa en torno a un 15% de su activo circulante⁴⁰⁵.

Esa propensión al rentismo en detrimento de su actividad principal es particularmente acusada en el caso de las empresas de mayor tamaño, aunque sólo se dispone de datos relevantes para los años más recientes. Según el estudio realizado por la consultora *Económica* en 2007 sobre 318 grandes corporaciones “no financieras” instaladas en el país, 80 de ellas obtuvieron más de la mitad de sus ganancias en los mercados financieros⁴⁰⁶. Además, 35 registraron un resultado financiero neto superior a su resultado operacional, es decir, que al margen de sus operaciones financieras su actividad productiva principal ocasionaba pérdidas. Otro aspecto relevante es que entre las 80 corporaciones que obtienen más beneficios en los mercados financieros que en su actividad hay empresas de prácticamente todos los sectores. Si el detalle se ciñe a las 20 empresas con mayor participación de su resultado financiero sobre el total, se constata una presencia mayoritaria del sector comercial (*Lojas Americanas* y *General Shopping*), el de alimentos y bebidas (*Iguaçu Café*, *Cacique* y *JBS*) y del textil (*Vicunha Têxtil*, *Guararapes*, *Le Lis Blanc* y *Cremer*). También cabe destacar la presencia en este último grupo de las 20 empresas “no financieras más financierizadas” de compañías pertenecientes a los sectores de la salud (como *Medial Saúde*) y la educación (SEB).

El grado de financierización existente entre las 500 mayores empresas del país queda confirmado por los flujos de ingresos y pagos de intereses entre 2000 y 2005: los que abonan al sistema financiero registran un crecimiento muy importante en términos reales, del 83,9%, pero los intereses que ingresan se incrementan todavía más, un 126,4%⁴⁰⁷. Es sobre todo su dedicación al negocio financiero lo que explica que el conjunto de estas 500 empresas aumente su rentabilidad media anual sobre el patrimonio neto desde el 3,4% en 1995 al 11,3% en 2003, a pesar de haber reducido sustancialmente sus gastos de inversión con respecto a dicho patrimonio (FGV, 2007: 69). Centrándonos en el final del período, cuando la financierización afecta de forma más intensa, obtenemos que entre

⁴⁰⁵ Promedio para 2000-2006. Cálculos a partir de datos facilitados por el IBGE.

⁴⁰⁶ Se pueden consultar los resultados del estudio en el avance que publicó el diario *O Globo* el 19 de octubre de 2008.

⁴⁰⁷ Promedio para 2000-2006. Cálculos a partir de datos facilitados por el IBGE.

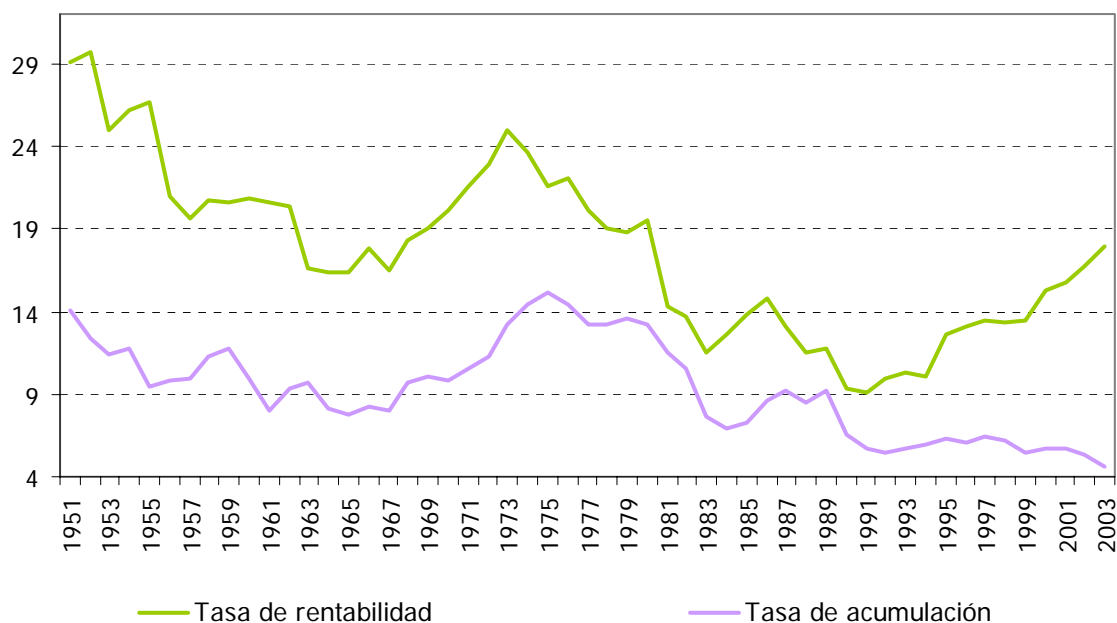
1998 y 2003 estas empresas aumentan sus beneficios en un 144,9%, a pesar de haber reducido su activo en un 12,6% y de que las ventas ligadas a su actividad principal se incrementen sólo un 19,7%⁴⁰⁸.

Existe, pues, una evidencia empírica concluyente que pone de relieve hasta qué punto la actividad empresarial y por ende, la dinámica inversora, se ven afectadas por el rentismo financiero. Todo ello termina de comprenderse cuando se compara la evolución de la tasa de rentabilidad (definida como el cociente entre la masa de beneficios anual y el stock de capital fijo del año anterior), y la tasa de acumulación (expresada mediante la relación entre la inversión realizada y ese mismo stock de capital). Según recoge el gráfico 57, entre el inicio de la década de los cincuenta y los primeros años noventa ambas variables registraban movimientos paralelos en sus sucesivas fluctuaciones, lo cual se quiebra abruptamente cuando la nueva estrategia opera en su plenitud. Esta desconexión indica que desde mediados de los años noventa la dinámica inversora y productiva del país no responde a la recuperación que experimenta la tasa de rentabilidad: mientras que entre 1994 y 2004 esta última se incrementa sustancialmente, pasando del 10,1% al 18%, la tasa de acumulación sólo experimenta pequeñas oscilaciones en torno al 5%; el nivel más bajo de las últimas cinco décadas.

El análisis precedente hace innecesario indagar más en el interrogante de por qué los capitalistas que obtienen beneficios en Brasil no los utilizan para elevar su nivel de inversión. De hecho, acabamos de mostrar que entre 1993 y 2003 la tasa de rentabilidad aumenta en torno a un 80% mientras que la inversión privada sólo crece a una tasa del 3,8% anual. Más aún: entre 1998 y 2003 la tasa de rentabilidad aumenta del 13,4% al 19,2% y la inversión de las empresas permanece casi estancada, con un aumento anual del 0,9% (gráfico 57). La respuesta al interrogante planteado y el factor que explica esos contrastes tan agudos entre los comportamientos de la rentabilidad y la inversión reside en el negocio financiero creado en Brasil en torno a la deuda pública garantizada. El ascenso de la tasa de rentabilidad, alimentado por el rentismo, no estimula el inicio o la ampliación de proyectos de inversión empresarial, sino mayores compras de deuda pública garantizada.

⁴⁰⁸ Datos elaborados a partir de los balances de las 500 mayores empresas publicados por el portal de internet EXAME el 28 de junio de 2006.

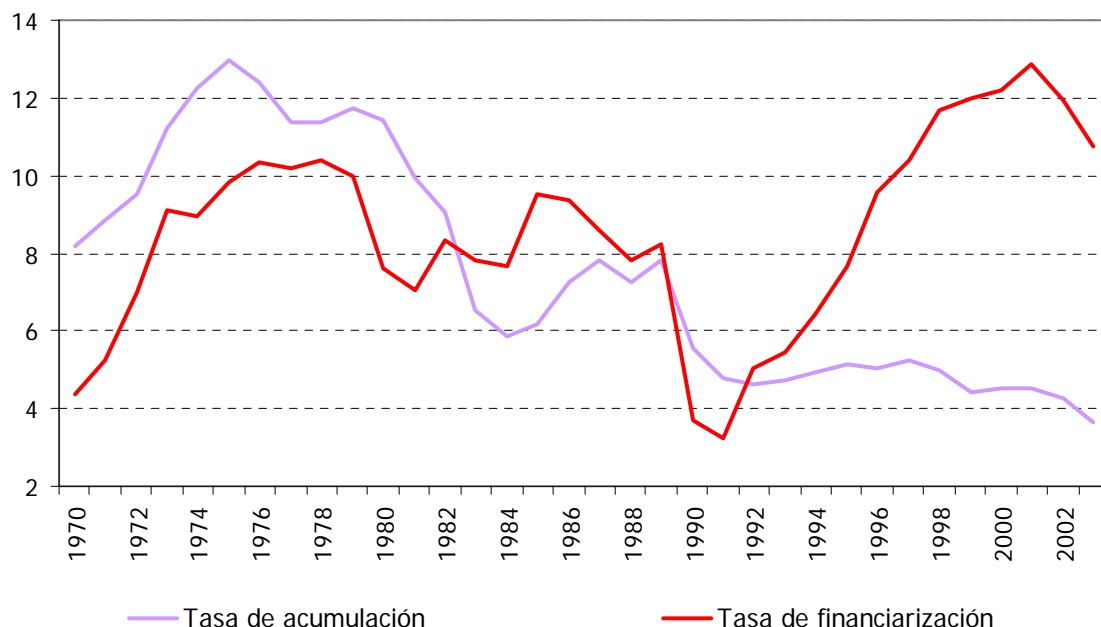
Gráfico 57
Tasas de rentabilidad y de acumulación: 1951-2003
 (%)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*) para la inversión y de IPEA para el stock de capital fijo.

Se calcula la masa de beneficios por diferencia respecto a la participación de la masa salarial sobre el PIB. Consultar metodología en el gráfico 3 (capítulo 2).

Gráfico 58
Tasas de acumulación y de financierización: 1970-2003
 (%)



Elaboración propia a partir de datos de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*), IPEA y BCB (*Boletim, Moeda*).

La tasa de financierización se define como el stock de activos financieros (M4-M1) sobre el stock de capital fijo del año anterior

Una última forma de ilustrar la distorsión que el rentismo financiero genera sobre la dinámica productiva es mediante el indicador que Bruno (2005 y 2007a) denomina tasa de financiarización: la relación entre el valor real de los activos financieros acumulados (cuyo peso sobre el PIB recoge el gráfico 58) y el stock de capital fijo del año anterior. Se trata de comparar la proporción de activos financieros respecto a los activos productivos con los que cuenta el país. Como vemos en el gráfico 58, esta proporción inicia una veloz escalada al comenzar la década de los años noventa, partiendo de un nivel próximo al 3% (debido a la congelación de activos financieros del *Plano Collor*) hasta valores que oscilan entre el 10% y el 12% de 1996 en adelante. De ese modo, la proporción de activos financieros sobre los de naturaleza productiva es casi un tercio superior que la registrada en la segunda mitad de los años setenta: 8,6% entre 1975 y 1980 frente a 11,5% entre 1996 y 2003.

11.1.3. Las familias: consumo exiguo de la mayoría y rentismo financiero de un grupo social reducido

La nueva dinámica económica tampoco permite un incremento generalizado y sostenido del consumo familiar. Es por eso por lo que, como avanzábamos en el capítulo 8, la expansión del consumo privado contribuye a sostener el crecimiento económico que se registra entre 1993 y 1997, pero se frena a partir del año siguiente, de manera que entre 1998 y 2003 arroja una tasa media de sólo el 0,6% anual.

Ese estancamiento del consumo privado se debe a que la mayor parte de la población sufre un deterioro de su capacidad de compra, que obedece a tres razones.

En primera instancia, el crecimiento salarial que se inicia al comenzar la década de los noventa tiene una corta duración, como recoge el gráfico 32 (capítulo 8). El salario medio deja de crecer en 1997 y disminuye notablemente en los años siguientes, registrando una tasa media negativa del -6,7% anual entre 1998 y 2003. En el caso del sector industrial, el crecimiento salarial dura todavía menos, pues ya en 1996 comienza a reducirse y su tasa media hasta 2003 es del -6,3% al año. Como resultado, en 2003 el valor real del salario de los trabajadores industriales equivale al del año 1993. Por su parte, el salario mínimo mantiene un leve crecimiento positivo durante todo el período, con una modesta tasa media del 1,1% anual entre 1993 y 2003.

En segundo lugar, desde los años ochenta, y con más intensidad desde la década siguiente, las condiciones del mercado laboral se deterioran de forma considerable, por lo

que una parte creciente de trabajadores experimenta un deterioro más agudo que el que refleja esos datos del conjunto. En ese sentido, en primer término, destaca la situación de los desempleados y de los trabajadores informales (Medialdea, 2009: 96-105)⁴⁰⁹. Aunque los distintos indicadores que miden la tasa de desempleo en Brasil arrojan niveles muy distintos⁴¹⁰, todos ellos corroboran que desde 1990 se produce un notable incremento de la proporción de población activa en situación de paro: entre 1990 y 2003 la tasa de desempleo abierto publicada por el IBGE crece del 7,2% al 12,3%, la tasa de desempleo total (que incluye el denominado “desempleo oculto por precariedad” y el “desempleo oculto por desaliento”) que la fundación Seade-Dieese estima para la región metropolitana de São Paulo pasa del 10% al 19,9%, mientras que la Organización Internacional del Trabajo (OIT) calcula que el desempleo de la población urbana pasa del 4,3% al 12,3%⁴¹¹.

Al mismo tiempo, aumenta bastante el número de trabajadores que no tienen un vínculo laboral que recoja de forma completa su condición de asalariado. Considerando trabajadores informales tanto aquellos a los que las estadísticas clasifican como “sin registro” (asalariados ilegales de los que existe constancia oficial), como los que trabajan “por cuenta propia”, que según confirman varios estudios empíricos son en su mayoría “autónomos involuntarios” (Malaguti, 2001), la proporción de informales sobre el empleo total gana diez puntos porcentuales desde 1990 hasta 2001, pasando del 40,9% al 50%⁴¹². Una proporción tan exagerada de trabajadores excluidos de cualquier normativa laboral indica que una amplísima parte de la población activa recibe ingresos inferiores a los que registran las estadísticas que manejamos. A ese respecto, hay que tener en cuenta que, según los datos de IBGE, la retribución monetaria que perciben los trabajadores “sin registro” es un 35,2% inferior de la que reciben los trabajadores legales, mientras que los trabajadores por cuenta propia obtienen ingresos un 26% más reducidos que los de esos asalariados legales⁴¹³.

⁴⁰⁹ Sobre la precarización de las relaciones laborales desde los años ochenta recomendamos: Anastásia (1997), Mattoso (1999), Cardoso (2001), Antunes y Silva (2004), y Medialdea (2009).

⁴¹⁰ Los detalles sobre las diferencias metodológicas que presentan las distintas estimaciones de las tasas de desempleo brasileñas se puede encontrar en Celso Jr. (2001).

⁴¹¹ La tasa de desempleo abierto del IBGE la obtenemos de su *Pesquisa Mensal de Emprego*, la fundación Seade-Dieese publica sus estimaciones en su *Pesquisa de Emprego e Desemprego*, y los datos de OIT los tomamos de OIT (2007).

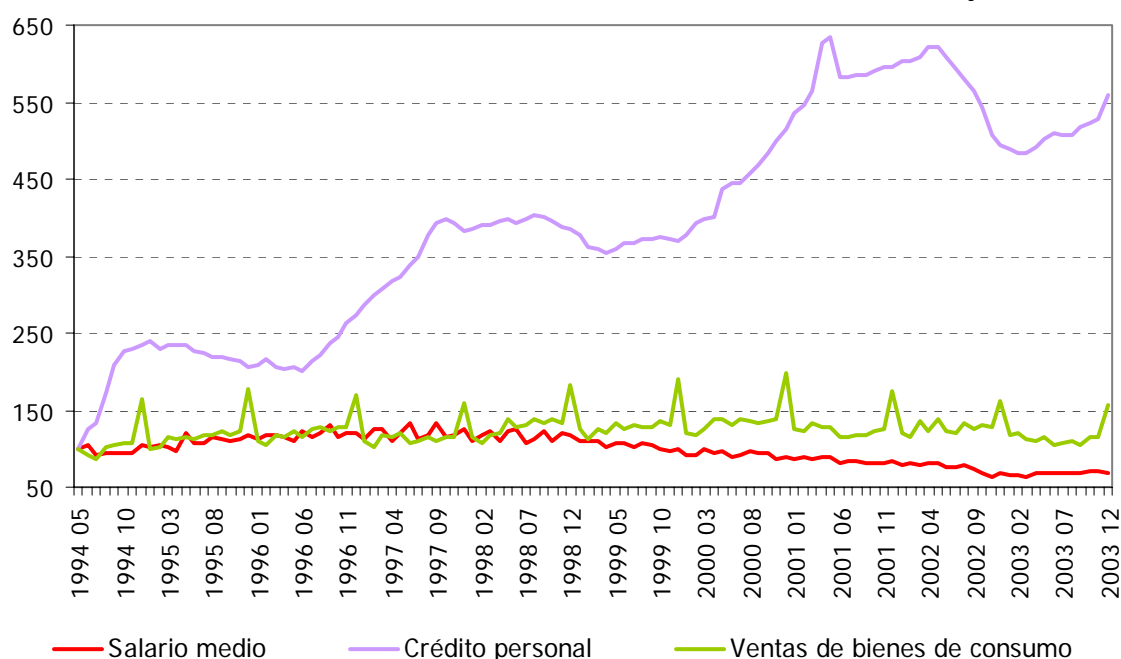
⁴¹² Calculamos la tasa de informalidad a partir de datos de IBGE (*Pesquisa Mensal de Emprego*). Un cambio metodológico impide construir una serie homogénea hasta la actualidad, pero conviene destacar que el avance de la informalidad continúa: según la nueva serie pasa del 47,2% en 2002 al 48,1% en 2005.

⁴¹³ Promedios para 1991 y 2003 a partir de datos de IBGE (*Pesquisa Mensal de Emprego*). Sólo se incluyen las regiones metropolitanas.

Por último, en tercer lugar, las dificultades insuperables para acceder al crédito bancario con que se encuentra la mayoría de las familias impiden que su capacidad de compra vaya más allá de lo que permiten sus deteriorados ingresos. Según recoge el gráfico 54 (capítulo 10) el crédito personal aumenta entre 1994 y 2003, pero este crecimiento no afecta a la mayoría social, sino que se concentra en una proporción muy reducida de la población, por lo que su influencia sobre el consumo es ciertamente pequeña (Junqueira y Alves, 2007).

Gráfico 59
Salarios, endeudamiento bancario y consumo familiar:
1994-2003

(números índices, base 100 en mayo de 1994)



Elaboración propia a partir de datos de Seade-Dieese (*Pesquisa de Emprego e Desemprego*) para el salario medio, BCB (*Boletim, Moeda*) para el crédito personal y Fedecomercio (tomados de IPEA) para las ventas.

Se aproxima el salario medio mediante los datos de rendimiento nominal medio de los asalariados (trabajo principal). El nivel de ventas se refiere exclusivamente a la región metropolitana de São Paulo. Las tres series se deflactan con el IGP-DI. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

El gráfico 59 recoge con claridad cómo el aumento del endeudamiento familiar no parece que revierta de manera significativa en el incremento de las ventas. Entre junio de 1994 y finales de 2003, en términos reales, el crédito a las familias se multiplica por más de cinco y las ventas de bienes de consumo lo hacen sólo un 15%, aunque simultáneamente se produce la reducción salarial ya mencionada a partir de 1998⁴¹⁴.

⁴¹⁴ Utilizando números índices con base 100 en junio de 1994, en 2003 el endeudamiento personal toma un valor promedio de 512,4, las ventas de 115,6 y los salarios de 67,9.

Todo ello apunta a que durante este período se acentúa el dualismo que caracteriza al consumo de una economía subdesarrollada como la brasileña. Por un lado, el deterioro de los ingresos que afecta a una amplia mayoría social restringe su capacidad de compra. Sus posibilidades de conseguir préstamos bancarios son escasas o nulas. Como alternativa, insuficiente, muchas familias sólo cuentan con el crédito que conceden los propios establecimientos de venta, incluso para los bienes de consumo diario, como ropa, comida, utensilios sencillos del hogar, material de papelería o de aseo, que se suelen adquirir posponiendo los pagos. Pero este tipo de crédito no se contabiliza en las cuentas del sector financiero porque no es él quien lo concede. Aunque en la mayoría de los casos este crédito comercial se concede a los consumidores que poseen tarjeta de crédito, ésta sólo se utiliza en forma de aval, siendo la tienda en cuestión quien asume el retraso en el pago, es decir, el crédito⁴¹⁵.

Por otro lado, un pequeño grupo social dispone de mayores ingresos y se relaciona doblemente con el sistema financiero: en el mercado de crédito obtiene préstamos y en el mercado de deuda pública adquiere bonos garantizados que se retribuyen con una elevada rentabilidad. En virtud de ambos procesos ese grupo social puede seguir elevando su consumo y sus ingresos financieros. El propio rentismo crea mecanismos que se autorreproducen: mayor demanda de créditos para consumir y comprar deuda pública, mayores ingresos financieros y mayor consumo. Sin embargo, se trata de mecanismos en los que sólo participan las capas altas y medio-altas, por lo que su impacto sobre la dinámica de crecimiento del consumo agregado de toda la población es limitado.

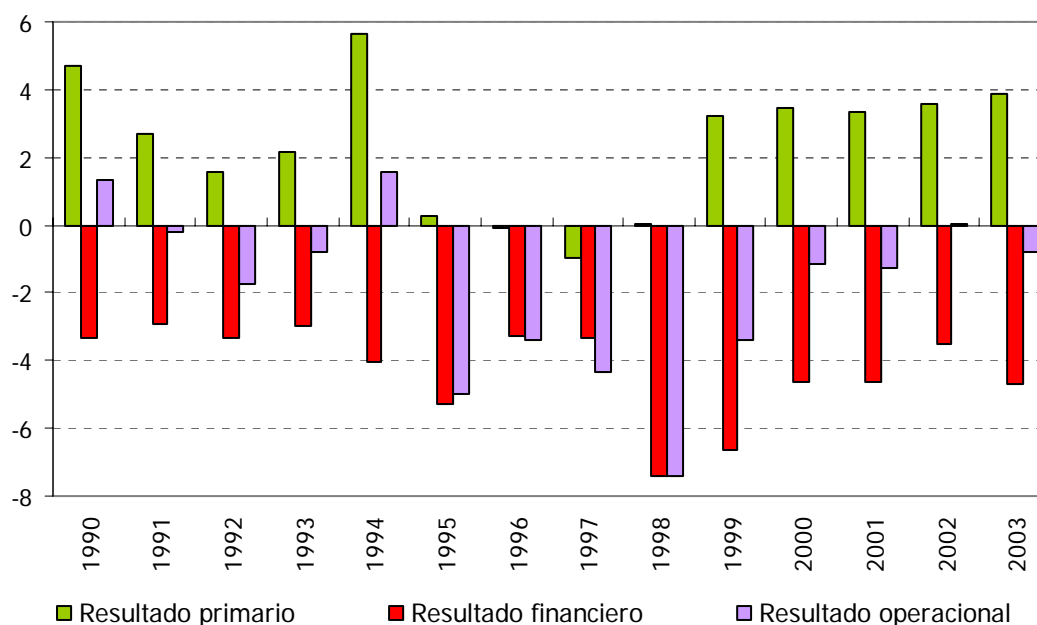
11.1.4. El Estado atrapado en la financiarización

Como se expone en el apartado 9.1, el Estado brasileño crea las bases para la financiarización a través de su política económica y de sus reformas institucionales, y a partir de 1997-1998 acentúa ese proceso. Pero, a la vez, el nuevo funcionamiento de la economía restringe severamente su margen de maniobra, viéndose forzado a reproducir las condiciones exigidas por los mercados financieros y, en particular por el capital extranjero, de manera que él mismo queda atrapado en la lógica de la financiarización.

⁴¹⁵ En otros casos el crédito comercial se concede sin que el sector financiero entre en juego ni siquiera como avalista: hay tiendas especializadas en la venta a la población de menos recursos en las que se concede crédito sin necesidad de tarjeta. En algunas es necesario mostrar la cartilla de trabajo (una garantía de pago bastante exigua) y en otras ni siquiera eso es necesario (se expende un "carné" de la tienda, como en la cadena comercial *Casa Bahia*).

Según hemos explicado, la estrategia de crecimiento basado en el ahorro externo exige en los primeros años una gran cantidad de recursos públicos que no se destinan, como en los años setenta, a inversión, sino a gastos de consumo (que crecen a una tasa anual de 7,2% en 1993-1997, ver cuadro 5 en el capítulo 8). Además, el Estado interviene en otras actividades que también acarrearán una gran financiación pública; un ejemplo ilustrativo es la reestructuración bancaria, examinada en el capítulo 7, que, estimando a partir de los cálculos de Sáinz y Calcagno (1999: 26-27), supuso un coste fiscal en torno al 11% del PIB⁴¹⁶. Simultáneamente, la estrategia no incorpora elementos que permitan incrementar los ingresos públicos en una proporción equivalente. Aunque los ingresos por privatizaciones son importantes (38.100 millones de dólares en 1994-1997), la capacidad recaudatoria sigue siendo restringida: a partir de 1994 la carga tributaria se mantiene en torno al 28,5% del PIB. Ambos elementos determinan que entre 1994 y 1997 el Estado deje de registrar los superávits primarios que lograba los años anteriores (ver gráfico 60) y, debido a sus abultados gastos financieros, comience a obtener saldos operacionales negativos de una dimensión considerable: pasa de un superávit equivalente al 1,6% del PIB en 1994 a un déficit medio de -4,2% del PIB entre 1995 y 1997.

Gráfico 60
Resultados fiscales: 1990-2003
(% del PIB)



Datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

⁴¹⁶ Cálculo sobre el PIB de 1998. Se incluyen el coste de la capitalización del *Banco de Brasil*, el PROER, el PROES, otros mecanismos de intervención en la banca estadual y la reestructuración de la deuda agrícola.

El deterioro fiscal se acelera a partir de 1998. Los déficit de los años anteriores se financian, como sabemos, mediante la emisión de títulos, por lo que en 1997 el endeudamiento público empieza a incrementarse. A la vez, los tipos de interés suben con rapidez y aumentan sustancialmente las emisiones extra de títulos indexados. Como consecuencia, en 1998 se produce un fuerte crecimiento del gasto financiero que provoca un desorbitado déficit fiscal, del -7,4% del PIB. Cuando en 1999 se acomete el tantas veces postergado ajuste fiscal, la situación financiera del Estado ya es crítica.

A partir de entonces, como vimos en el apartado 9.1.3., el logro de superávit primarios se convierte en sostén de la estrategia y en la consigna central de la política fiscal. Incluso Lula, que representaba la posibilidad de un cambio en la dirección de la política económica del país, se compromete públicamente con el logro de superávit primarios durante la campaña electoral de octubre de 2002: "*Vamos a mantener el superávit primario cuanto sea necesario para impedir que la deuda interna aumente y destruya la confianza en la capacidad del gobierno para honrar sus compromisos*"⁴¹⁷. Así es como, según recoge el gráfico 61, a partir de 1999 Brasil comienza a registrar resultados primarios importantes, por encima de las metas comprometidas en los acuerdos *fondomonetaristas*, y que se incrementan año a año: entre 1999 y 2003 el saldo medio es del 3,5% del PIB. Esto significa que en este intervalo el Estado genera por esta vía un "ahorro" cifrado en unos 20.000 millones de dólares anuales⁴¹⁸.

Pero la consecución de superávit primarios tan altos convive con unas cargas financieras cada vez más gravosas: el déficit financiero mantiene un promedio del -4,8% entre 1999 y 2003. Esto supone que cada año el Estado destina del orden de 27.500 millones de dólares a retribuir a los compradores de títulos públicos. Por lo tanto, los recursos que ahorra recortando sus gastos corrientes no son suficientes para saldar todas sus obligaciones financieras, de modo que sigue registrando nuevos déficit operacionales que precisan de nueva financiación.

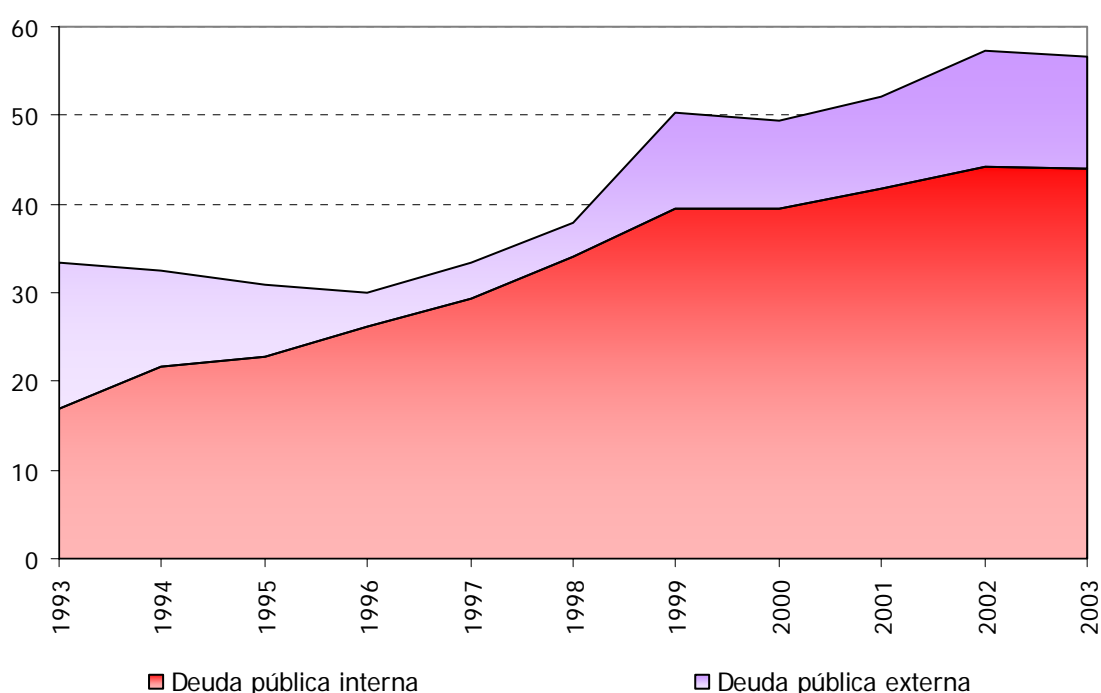
En definitiva, como ya había sucedido en la década de los ochenta, los superávit primarios no son suficientes para desactivar la escalada del endeudamiento. El Estado vuelve a verse inmerso en una espiral de tipo *ponzi*. Por ello, el ahorro que los bancos, los demás agentes financieros, las empresas del sector productivo y ciertas familias, destinan a la compra de deuda pública no contribuye a dinamizar la actividad productiva. El Estado

⁴¹⁷ Extractado de la *Carta ao Povo Brasileiro* que el *Partidos dos Trabalhadores* (PT) difunde justo antes de la cita electoral que le lleva al gobierno. Se puede consultar en http://www.iisg.nl/collections/carta_ao_poco_brasileiro.pdf

⁴¹⁸ Promedio entre 1999 y 2003. Cálculos propios a partir del PIB en dólares estimado por el BCB.

dedica una parte considerable de sus (magros) ingresos a abonar intereses y, como consecuencia, entre 1998 y 2003 reduce brutalmente sus gastos de inversión (a una tasa anual del -10,7%, ver cuadro 5 en el capítulo 8) y su consumo crece lentamente (0,9% anual). Los ingresos que obtiene con la venta de deuda pública los destina en una gran parte al pago de intereses de la deuda emitida con anterioridad, es decir, a retribuir a los compradores de aquella deuda, a sabiendas de que también deberá devolver el valor del principal de la deuda.

Gráfico 61
Deuda pública interna y externa: 1993-2003
(% del PIB)



Elaboración propia a partir de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

Es así como la espiral *ponzi* alimenta un círculo vicioso con dos protagonistas: los inversores en deuda pública elevan sus ingresos y reproducen su comportamiento rentista, mientras que el Estado eleva sus pagos y reproduce su comportamiento deudor. Es por ello que a partir de 1997 el endeudamiento público inicia una nueva escalada, aumentando su valor sobre el PIB desde el 30,1% en 1996 hasta un máximo del 57,3% en 2002. El gobierno no consigue desactivar esa espiral por mucho que reduce sus gastos no financieros (para pagar intereses) y sacrifique para ello su capacidad de incidir sobre la dinámica económica mediante sus gastos de inversión y de redistribución. Quien creó las condiciones de la financiarización, queda atrapado por sus efectos.

Finalmente, un último rasgo de la nueva situación fiscal es que, a diferencia de lo que ocurría en los años ochenta, ahora el endeudamiento público está denominado en moneda nacional, y no en dólares. La proporción de la deuda pública emitida en moneda brasileña era del 38,9% en 1990 y, como muestra el gráfico 61, ese porcentaje se eleva de forma sustancial hasta registrar un promedio del 80,7% entre 1997 y 2003. Esa diferencia está relacionada con el hecho de que el endeudamiento anterior se basaba en créditos bancarios internacionales, mientras que ahora se alimenta de emisiones masivas de títulos. Sin embargo, como abordamos en el próximo apartado, estas diferencias no impiden que otra vez la crítica situación fiscal agudice la vulnerabilidad del país con respecto al comportamiento del capital extranjero.

11.2. La trampa de la economía brasileña: financiarización permanente

11.2.1. Persistente necesidad de recursos externos

El elemento central que caracteriza la situación brasileña es el que se deriva de la persistencia de los obstáculos estructurales que impiden su desarrollo económico. Bajo tales obstáculos, la economía padece una persistente insuficiencia de ahorro interno que obliga a seguir dependiendo de financiación internacional. Todo ello ha quedado analizado en el capítulo 2. Por tanto, tras el colapso de la última (breve) fase de crecimiento de 1993-1997, vuelve a confirmarse esa situación: el volumen neto de financiación externa recibido por Brasil en 1998-2003 es bastante menor que en los años anteriores, pero la dependencia respecto a estos recursos no disminuye.

Como se ha analizado, la mayor parte de la demanda de recursos externos procede de la dinámica fiscal: la única forma que tiene el Estado de afrontar sus enormes gastos financieros es mediante el aumento de las emisiones de deuda pública. Según sabemos, el capital extranjero compra buena parte de esos títulos de deuda, por lo que juega un papel fundamental en la financiación de los déficit fiscales. Consiguientemente, gran parte de los intereses que paga el Estado retribuye a los inversores internacionales, de modo que en estos años las salidas de rentas siguen aumentando: pasan de 14.876 millones de dólares en 1997 a 18.552 millones en 2003, lo cual determina que el saldo neto de la balanza de rentas crezca del -1,8% del PIB al -3,7% (cuadro 6, capítulo 8). El mecanismo *ponzi* que opera en las cuentas públicas se traslada también a las cuentas externas.

La evolución positiva de la balanza comercial, que pasa de un déficit de -0,8% del PIB en 1997 a registrar saldos positivos a partir de 2001, compensa parcialmente el crecimiento de las salidas de rentas y el saldo negativo de la cuenta de servicios. Es por ello que el déficit corriente se mantiene elevado hasta ese año (entre el 4% y el 4,7% del PIB en 1998-2001), disminuyendo después (-1,7% del PIB en 2002). En esa medida, entre 1998 y 2003 Brasil precisa captar financiación internacional por un valor medio equivalente al 3,1% de su PIB y cifrado en unos a 18.275 millones de dólares anuales. Esto significa que durante esos últimos años la economía necesita más financiación internacional que la precisada en 1993-1997, cuando el saldo corriente registró un déficit promedio equivalente al 2% del PIB, aproximadamente 15.000 millones de dólares anuales.

11.2.2. Vulnerabilidad externa bajo las condiciones de la financiarización

Sin embargo, hay que diferenciar entre las necesidades de financiación que genera el déficit por cuenta corriente y las entradas netas que registra la cuenta financiera. En el caso de éstas, según se explica en el capítulo 8, desde finales de 1998 Brasil reduce sustancialmente su captación neta de ahorro externo. El gráfico 29 recoge cómo ese año todavía entran recursos externos por un valor de casi 30.000 millones de dólares, una cantidad similar a la de años anteriores, pero a partir del siguiente las entradas se reducen a prácticamente la mitad.

Fundamentalmente, esta disminución está relacionada con el cambio de comportamiento que registran las inversiones en cartera: desde esa fecha se moderan sus entradas y, sobre todo, aumentan sus salidas. Dado que la retirada de este tipo de flujos coincide con la fuerte entrada de inversiones extranjeras directas, la composición del ahorro externo se altera sustancialmente: entre 1998 y 2003 las captaciones netas de inversión en cartera asciende a un promedio anual bastante moderado, de 4.858 millones de dólares, mientras las inversiones directas son más del cuádruple, con 22.017 millones de dólares anuales. Consiguientemente, las primeras pierden peso dentro del stock de capital extranjero acumulado, de forma que si entre 1990 y finales de 1997 Brasil acumuló pasivos externos de este tipo por un valor que triplicaba a los de las inversiones directas⁴¹⁹, en el segundo trimestre de 2002 el volumen acumulado de cada tipo de inversión se iguala en torno a un valor de 150.000 millones de dólares (gráfico 34, capítulo 8).

A la vista de ambos aspectos (la reducción del volumen global de entradas netas y la pérdida de peso relativo de la inversión en cartera frente a la directa), cabría hacer la

⁴¹⁹ El stock exacto es de 125.164 millones de dólares, frente a 37.082 millones de inversiones directas.

conjetura de que la economía ha reducido su vulnerabilidad frente al comportamiento del capital extranjero. Sin embargo, no es esto lo que sucede. En primer lugar, porque el hecho de que entren menos inversiones no significa que Brasil no necesite un mayor volumen para saldar su déficit por cuenta corriente: entre 1999 y 2003, ese diferencial se cubre mediante el gasto de reservas internacionales, de modo que reduce su nivel de reservas desde 59.195 millones de dólares en 1998 a 36.754 millones en 2002⁴²⁰.

En segundo lugar, se constata que los flujos financieros que llegan en este segundo período presentan un comportamiento todavía más volátil que los que entraban en los años anteriores. Por tanto, se acrecienta la inestabilidad y la incertidumbre ante los movimientos realizados por el capital internacional.

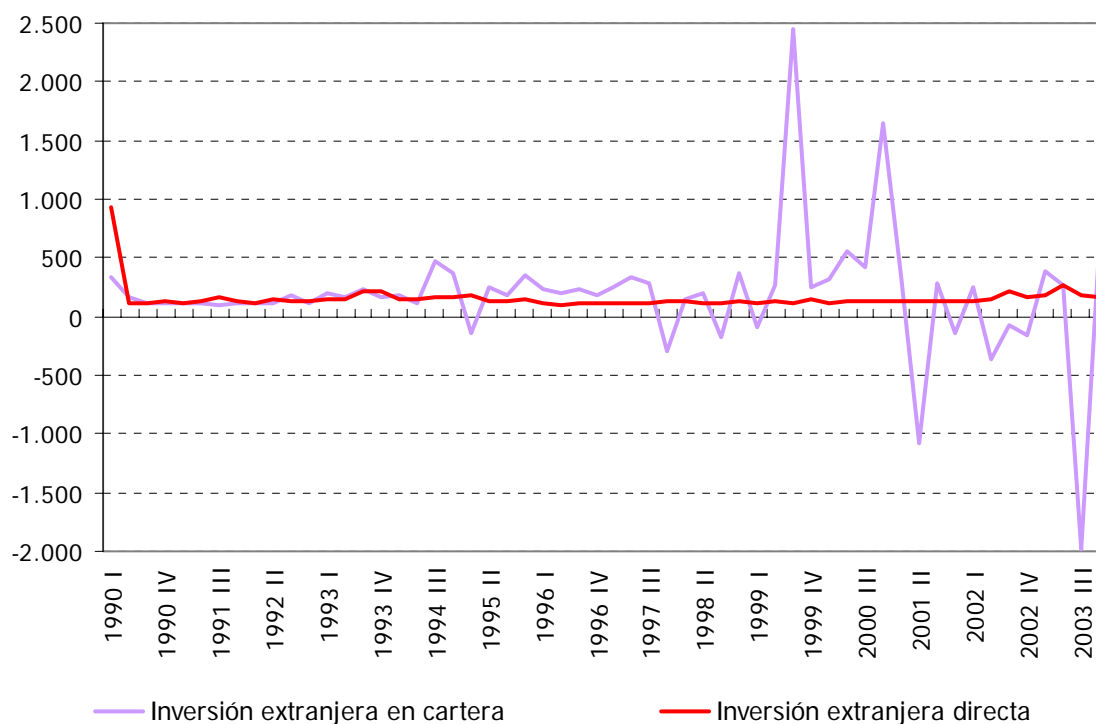
Esta mayor volatilidad se deriva del comportamiento de las inversiones en cartera. En efecto, como ilustra el gráfico 30 (capítulo 8), las entradas brutas de este tipo de flujos mantienen siempre una importancia destacada: incluso en los años en los que la recepción es menor su valor es similar al que alcanza la inversión directa. La diferencia radica en que estos inversores realizan salidas mucho más voluminosas, en concordancia con la lógica que guía su comportamiento (la obtención de ganancia con la compra-venta de activos financieros en un horizonte temporal reducido) en un contexto que se percibe ahora más arriesgado. Si utilizamos como medida de la volatilidad la relación entre las entradas brutas y la captación neta, constatamos cómo las inversiones extranjeras en cartera, que siempre muestran un comportamiento bastante errático, van aumentando su volatilidad según pasan los años (gráfico 62).

Entre 1990 y 1993 las entradas brutas en la mayor parte de los trimestres suponían aproximadamente un 150% sobre la captación neta de inversión extranjera en cartera, de modo que las salidas equivalían a un tercio de los ingresos. La inestabilidad de estos flujos se intensifica a partir de 1994: entre esa fecha y 1997 la mayoría de los trimestres registra una volatilidad próxima al 300%, lo que significa que por cada tres dólares que entran sólo uno supone captación neta para el país y los otros dos equivalen a las salidas. En ese intervalo de tiempo, tanto en el primer trimestre de 1995 (bajo los efectos de la crisis mexicana) como el último de 1997 (tras la crisis del sudeste asiático), el índice de volatilidad se sitúa en valores negativos, con porcentajes del -136% y del -287% respectivamente, indicando una captación neta de recursos negativa.

⁴²⁰ Los datos de reservas los obtenemos de BCB (Boletim, Balanço de Pagamentos).

Según muestra el gráfico 62, a partir de 1998 la volatilidad se dispara. Hay trimestres en los que la rotación de los recursos que entran y salen del país es desorbitada; por ejemplo, en el tercer trimestre de 1999 las entradas brutas de inversiones en cartera suponen un 2.450% sobre la captación neta de este tipo de financiación, es decir, por cada 245 dólares que ingresan sólo uno no sale en ese mismo trimestre. A finales de 2002 la volatilidad vuelve a ser muy intensa, con un porcentaje del 1.650%. Al mismo tiempo, se suceden las ocasiones en las que esta alta volatilidad va asociada con una captación neta negativa: en el tercer semestre de 1998 (bajo el impacto de la moratoria rusa), la volatilidad es del -180%; en el primer trimestre de 1999 (tras la devaluación de la moneda brasileña), registra un -93%; vuelve a suceder lo mismo en el segundo (-1.085%) y el cuarto trimestre (-145%) de 2001; 2002 (año electoral), es particularmente turbulento, registrando tasas de volatilidad elevadas y negativas en tres de sus cuatro trimestres; y por último, el tercer trimestre de 2003 vuelve a registrar salidas de inversiones extranjeras en cartera muy superiores a las entradas (-1.980%).

Gráfico 62
Volatilidad de los flujos financieros extranjeros: 1990-2003
 (entradas brutas sobre captación neta, %)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).
 La numeración del eje horizontal indica años y trimestres.

Este comportamiento tan inestable explica que el capital extranjero siga ejerciendo una notable influencia sobre la dinámica económica, a pesar de que reduzca su presencia en términos netos. En otras palabras, a partir de 1998 el ahorro externo que llega al país incide en la economía más de lo que “aporta” en términos de financiación. Así, por una parte, los inversores internacionales disminuyen su participación sobre el valor de cartera de los activos negociados en Bovespa situándola entre el 8-9% desde 2000 a 2003, cuando había llegado a alcanzar el 15% a mediados de 1997. Pero, por otra parte, su participación en el volumen de negociación bursátil (medido como la suma de las compras y ventas realizadas), se mantiene relativamente constante durante todo el período en un nivel bastante elevado, en torno al 50%⁴²¹. Por tanto, como ilustra el gráfico 63, la participación extranjera es más importante en las operaciones de compra y venta (con meses en los que supera el 65%), que en cuanto al valor relativo de los activos financieros que mantienen, donde nunca supera el 16%.

Esa diferencia implica que la volatilidad con la que se comporta el capital internacional en Bovespa es muy superior que la que registra el capital nacional. Y, a la vez, explica que, dado que son los inversores extranjeros los que concentran el grueso de las transacciones realizadas, su dinámica es la que determine la evolución bursátil (como se explicaba en el apartado 10.2.2.), a pesar de que, según constatamos, su participación en los activos financieros no sea mayoritaria.

El gráfico 64 confirma que la actividad del capital extranjero marca la pauta del nivel de cotización en la bolsa brasileña, según indica la evolución de su índice de referencia. Ibovespa registra un primer máximo a mediados de 1997, alcanzando los 12.212 puntos cuando los inversores extranjeros negocian el máximo de activos financieros brasileños. Posteriormente, cuando se produce el “septiembre negro” de 1998, el capital extranjero reduce abruptamente su presencia en la bolsa e Ibovespa se desploma hasta un mínimo de 6.389 puntos. Y tanto las operaciones realizadas por los inversores extranjeros como el índice bursátil, vuelven a acusar caídas relevantes en septiembre de 2001 (Ibovespa se reduce un 18% respecto al mes anterior) y en los meses previos a las elecciones de octubre de 2002, cuando el índice cae por debajo de los 10.000 puntos⁴²².

⁴²¹ El promedio entre 1995 y 2003 es del 48,4%, lo que resulta de una participación sólo ligeramente más elevada durante los primeros años (del 52,7% entre 1995 y 1997) que en el segundo período (el promedio es del 46,3% entre 1998 y 2003).

⁴²² Ibovespa registra un valor de 13.990 puntos en septiembre de 2001, y un promedio de 9.323 entre septiembre y noviembre de 2002.

Gráfico 63
Participación del capital extranjero en Bovespa: 1995-2003
 (valor de cartera y volumen de negociación, % sobre el total)

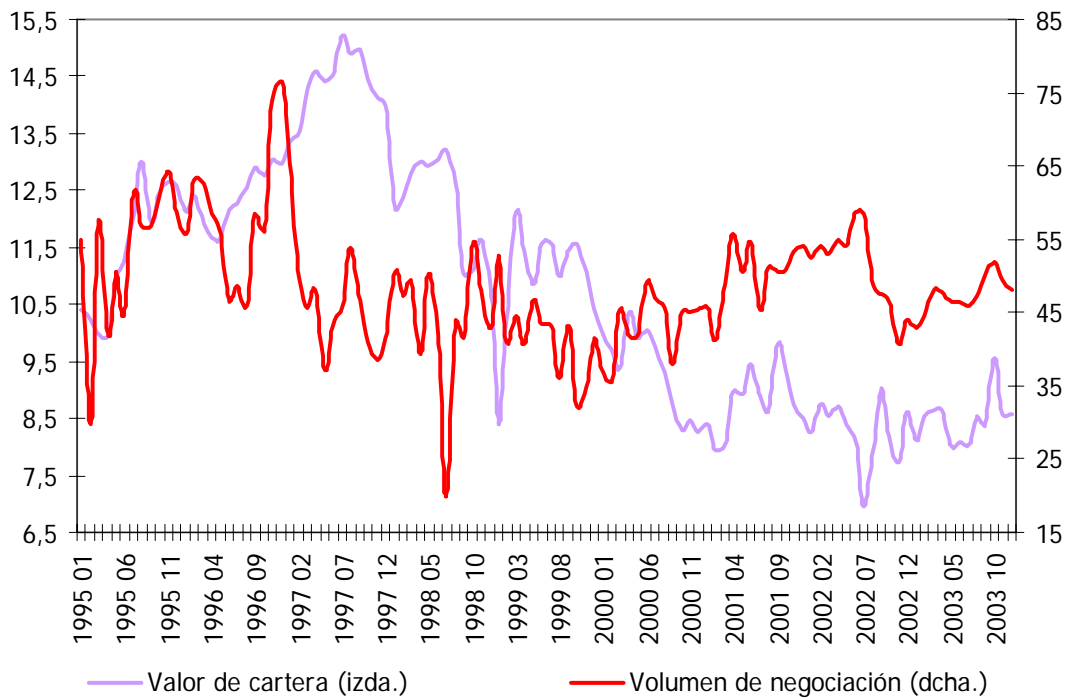
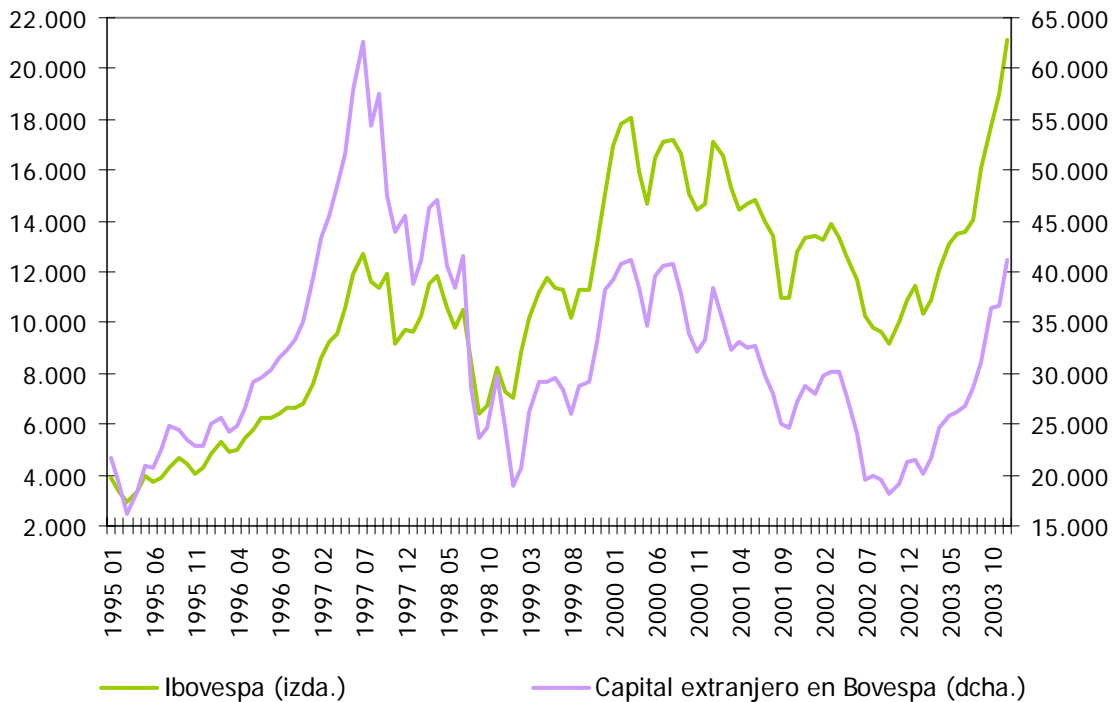


Gráfico 64
Capital extranjero e índice Ibovespa: 1995-2003
 (millones de US\$ y puntos básicos)



Datos de Bovespa (tomados de CVM) para el valor de cartera y el volumen de negociación del capital extranjero en bolsa y de *Gazeta Mercantil* (tomados de IPEA) para Ibovespa.

En los dos gráficos, la numeración del eje horizontal indica meses y años.

11.2.3. El círculo vicioso de la trampa financiera

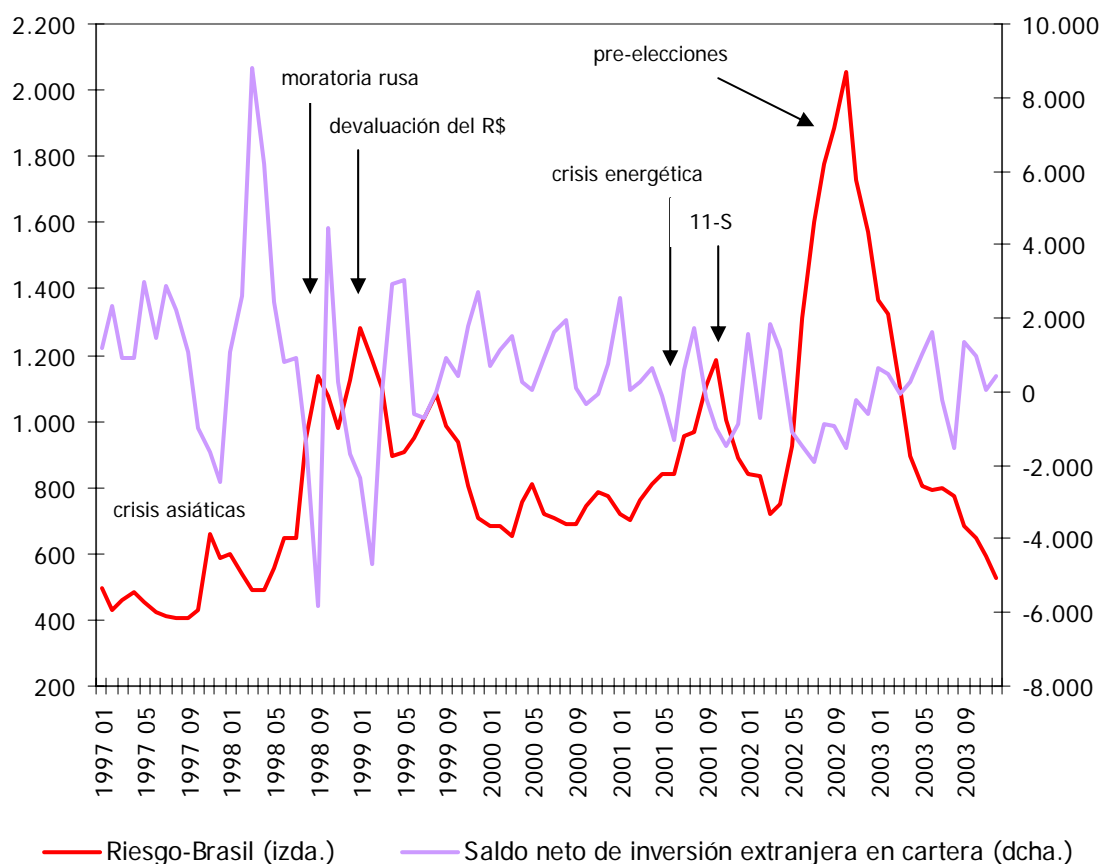
En definitiva, aunque entre finales de 1998 y 2003 el capital extranjero reduce notablemente los recursos netos que aporta a Brasil, su papel sigue siendo muy importante en términos absolutos y continúa ejerciendo una influencia fundamental en la dinámica económica. Se configura así un círculo vicioso creado por la interacción entre el capital internacional y el Estado. De un lado, el capital extranjero sigue siendo clave para la economía brasileña y, a la vez, acentúa la vulnerabilidad de ésta ante el exterior. De otro, el Estado dedica sus mayores esfuerzos a fomentar la entrada de esos flujos externos. Por esa razón, cada vez que los inversores internacionales reaccionan ante cualquier acontecimiento y endurecen sus requerimientos para acudir o mantenerse en Brasil, bajo la amenaza de que se reduzcan las entradas y/o se incrementen las salidas financieras, el Estado se aplica en intensificar los mecanismos de los que dispone para atraer a los inversores.

Este tipo de acontecimientos se suceden recurrentemente a partir de las crisis asiáticas de 1997. El año siguiente Rusia declara su moratoria de pagos, y pocos meses después, salta por los aires la paridad cambiaria de la moneda brasileña. A continuación, la relativa estabilidad existente en 2000 se interrumpe con el *crash* de la bolsa de Nueva York y del *Nasdaq*. A mediados de 2001 el sector energético brasileño sufre una crisis⁴²³ y en septiembre los ataques terroristas contra EEUU sobresaltan a los mercados internacionales. Por último, el cuarto trimestre de 2002 se ve afectado por la proximidad de las elecciones presidenciales que, según avanzan los primeros sondeos, se prevé que llevarán al *Partido dos Trabalhadores* (PT) al gobierno.

La percepción que los inversores extranjeros tienen de los activos financieros brasileños se ve fuertemente condicionada por esa sucesión de acontecimientos, aunque en primera instancia no tengan una relación directa con las condiciones de esos activos. Sopesando su indudable rentabilidad pasan a considerar de un modo más ostensible el riesgo. Así, según ilustra el gráfico 65, se suceden los sobresaltos que elevan el riesgo-país. Cada vez, los episodios reducen notablemente la entrada de inversiones extranjeras en cartera, aceleran su salida, disminuyen el nivel de reservas internacionales e incrementan el riesgo-Brasil: cuatro hechos que se retroalimentan entre sí sucesivamente hasta 2003. El gráfico 65 ilustra la evolución del riesgo-Brasil y el saldo mensual neto de la cuenta de inversiones extranjeras en cartera.

⁴²³ La crisis se inicia en abril de 2001; el desabastecimiento afecta primero sólo a las familias, pero a partir de junio las empresas también comienzan a sufrir cortes en el suministro.

Gráfico 65
Riego-Brasil e inversión extranjera en cartera: 1997-2003
(saldo neto anual y puntos básicos)



Datos de *Valor Econômico* (tomado de IPEA) para el riesgo-Brasil y de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*) para la inversión extranjera.

El riesgo-Brasil expresa los puntos básicos de diferencia entre los títulos del Tesoro de EEUU y los *C-bonds* brasileños. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

Ante tales hechos, bajo la amenaza de que se acentúen los celos del capital extranjero hacia los activos financieros brasileños, el Estado intensifica la aplicación de medidas que puedan contrarrestar esa amenaza, a través de las políticas expuestas en el apartado 9.1. Una vez que la mayor parte de las grandes empresas estatales ya han sido vendidas, esas medidas se reducen principalmente a dos: elevar más el tipo de interés y/o incrementar las emisiones de deuda pública indexada (a la variación de esos tipos de interés).

Como ilustran los gráficos 66 y 67, esos dos mecanismos se activan casi cada vez que el capital extranjero amaga con abandonar el país⁴²⁴. Entre octubre y noviembre de 1997 la *tasa selic* se eleva del 22% al 43,3%, mientras que el valor real de los títulos públicos

⁴²⁴ Sobre las turbulencias financieras de estos años y las respuestas de política económica recomendamos ANDIMA (1997-2003).

emitidos aumenta un 58,5% entre noviembre y diciembre. Un año después, el anuncio de la moratoria rusa se trata de compensar con mayores emisiones de títulos indexados a la *tasa selic* (LFT) y al tipo de cambio (aumentan las emisiones de NBC-E y se crean las NBC-F); y como se aprecia en el gráfico 38 (capítulo 9), la emisión de títulos públicos garantizados sobre el total de emisiones se incrementa un 66% respecto al año anterior. Además, se suprimen las limitaciones que tenían los bancos para aplicar en títulos con corrección cambiaria los recursos que debieran destinar a uso agrícola y se exime del impuesto sobre la renta a los inversores extranjeros que suscriben fondos de inversión de renta fija. Estas medidas, no obstante, son insuficientes y llevan a intentar frenar la salida de capitales con otra nueva y fuerte subida de la *tasa selic*, que en esta ocasión se eleva del 19,2% al 41,6% entre agosto y octubre de 1998. Poco después, tras la devaluación del real, se vuelve a elevar el tipo de interés, del 29,5% en enero de 1999 al 48,2% en marzo. Complementariamente, las emisiones de títulos se incrementan un 12% entre enero y mayo de ese año, y la proporción de estos títulos que se emiten indexados crece un 28% respecto al año anterior.

Las turbulencias financieras registradas durante el año 2001 vuelven a activar el mismo mecanismo: la *tasa selic* aumenta del 12,9% en febrero hasta el 20,1% en octubre. Como recoge el gráfico 67, el volumen de títulos públicos emitidos comienza a caer a mediados de 2002, cuando se inicia la retirada de los títulos con corrección cambiaria⁴²⁵. Pero entonces el tipo de interés vuelve a ser el instrumento utilizado para compensar la incertidumbre asociada a las elecciones de octubre de 2002: el *Comité de Política Monetária* (Copom) sube la *tasa selic* desde el 17,9% al 21,6% entre septiembre y octubre de 2002. Tras las elecciones, los capitales mantienen su preocupación respecto a la política que aplicará el nuevo gobierno, de modo que el tipo de interés continúa su alza hasta llegar al 26,4% en enero de 2003. Y de nuevo, vuelven a incrementarse sustancialmente las emisiones de títulos: de diciembre de 2002 a julio de 2003 aumentan un 14,9%.

⁴²⁵ Hay que destacar que el Estado recompra los títulos corregidos al tipo de cambio cuando el real se está depreciando respecto al dólar, por lo que la operación es ventajosa para los inversores privados (Carvalho, 2007: 104-105).

Gráfico 66
Títulos públicos emitidos y *tasa selic*: 1997-1999
 (números índice con base 100 en enero de 1997 y % anual)

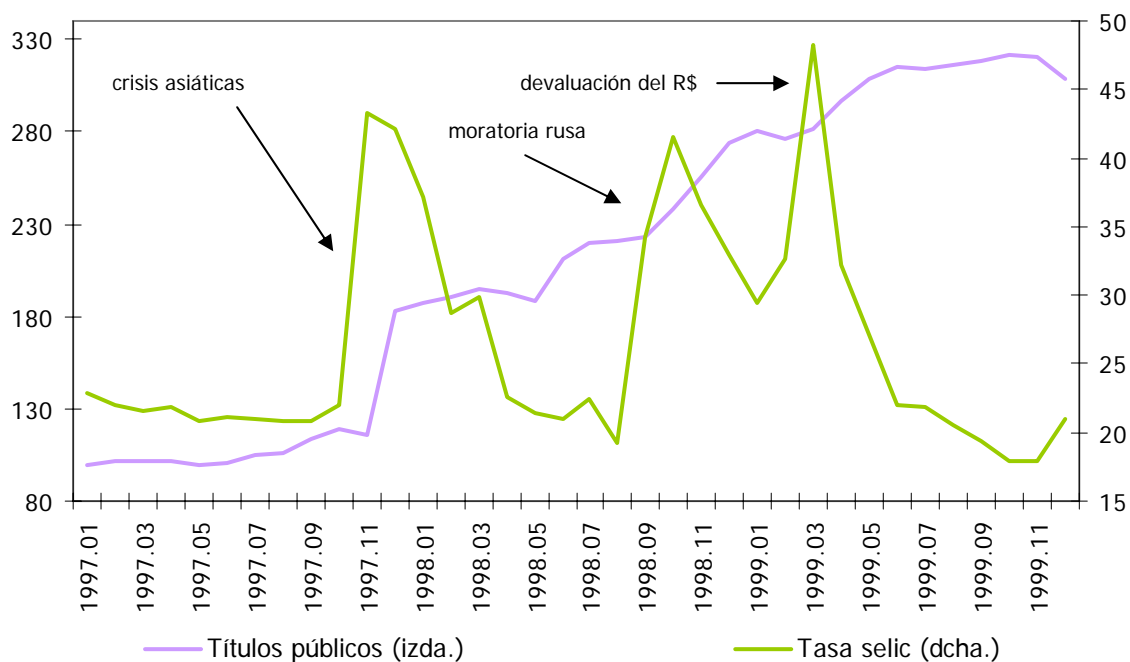
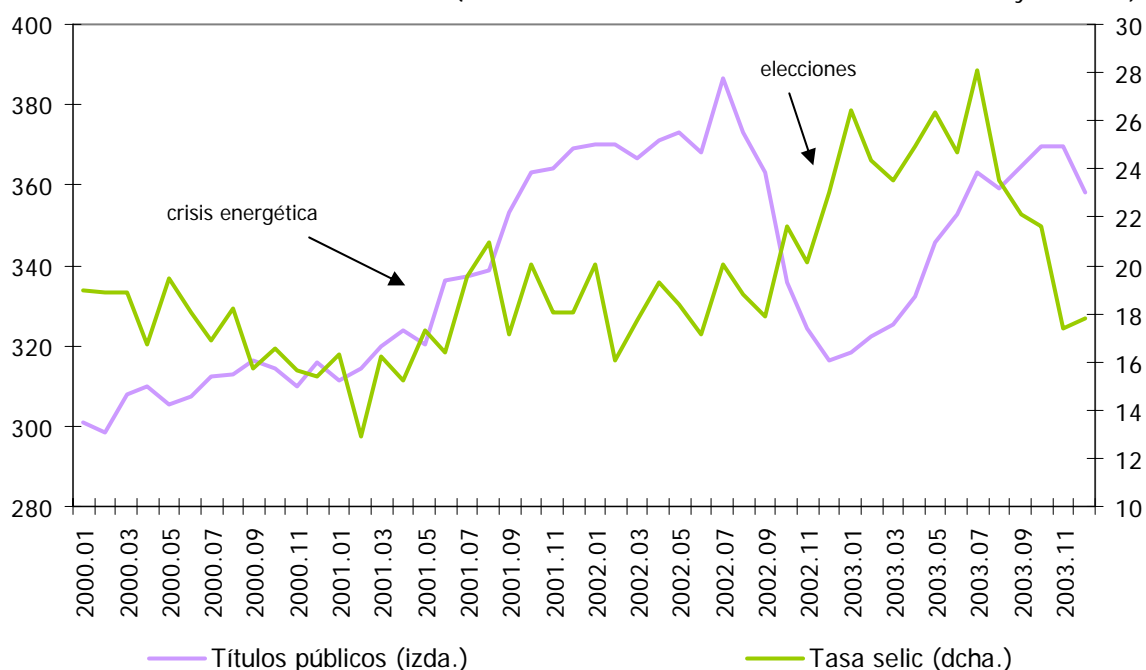


Gráfico 67
Títulos públicos emitidos y *tasa selic*: 2000-2003
 (números índice con base 100 en enero de 2000 y % anual)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*) para las emisiones de títulos públicos y de BCB (*Boletim, Mercado Financeiro e de Capitais*) para la *tasa selic*.

Las emisiones de títulos públicos se deflactan con el IGP-DI. La numeración del eje horizontal indica años y meses.

11.2.4. La financiarización permanente

Al mismo tiempo que tratan de contrarrestar las amenazas que se ciernen sobre los movimientos del capital extranjero, las subidas del tipo de interés y el incremento de las emisiones de títulos públicos indexados agudizan la financiarización de la actividad económica. En efecto, según se ha analizado en la primera parte de este capítulo, tanto las empresas no financieras, como las familias y el Estado, agudizan su financiarización entre 1998 y 2003.

Los incrementos del tipo de interés elevan la rentabilidad de la deuda emitida por el Estado, en su mayoría vinculada al tipo de interés diario. Consiguientemente, refuerzan la propensión de todos los agentes -capital extranjero, bancos y otros agentes financieros, empresas no financieras y familias con rentas medias y altas- hacia el rentismo basado en esa deuda garantizada. Como consecuencia, y según se analiza en los capítulos 9 y 10, los intermediarios financieros aumentan la proporción de recursos que se concentra en el circuito financiero y disminuyen los que canalizan hacia la inversión productiva de las empresas y el consumo de la mayoría de las familias.

Simultáneamente, la mayor rentabilidad de los títulos públicos eleva los gastos financieros del Estado, que se ve en la obligación de seguir aumentando sus emisiones de deuda para poder financiarlos. De esta forma, como se ha explicado, la interacción con un capital extranjero acusadamente rentista alimenta el déficit fiscal y, por ello, la demanda de recursos externos del conjunto de la economía.

De esa manera, la modalidad específica en que se materializa la financiarización en Brasil genera una mecánica autorreproductiva que puede sintetizarse en la siguiente secuencia:

a) Siguiendo una estrategia basada en la captación de ahorro externo, el Estado genera condiciones favorables para la atracción de flujos financieros internacionales que, en su mayoría, buscan valorizarse en un horizonte temporal reducido.

b) En ese contexto, la obtención de rentabilidad financiera a corto plazo es el propósito que guía la actuación del capital extranjero que llega a Brasil y de otros actores principales del país, incluyendo a los bancos, los fondos de inversión, las grandes empresas industriales y las capas sociales con mayores rentas. La actividad económica se financiariza.

c) En presencia de sus LEDE, la captación de recursos externos genera en la economía brasileña necesidades crecientes de financiación internacional, principalmente debido a que el volumen de rentas que los inversores internacionales sacan del país crece a mayor velocidad que la producción nacional (según sintetiza la evolución del saldo de rentas sobre el PIB).

d) La acuciante necesidad de recursos externos, en conjunción con la elevada volatilidad potencial que caracteriza a los flujos financieros recibidos, coloca a la economía brasileña en una situación de permanente vulnerabilidad frente al comportamiento de los inversores extranjeros.

e) Ante los sucesivos episodios de incertidumbre e inestabilidad que genera el errático comportamiento de esos inversores externos, el Estado sólo puede tratar de contener las salidas de recursos a través de medidas que agudizan la financiarización.

Cabe, pues, concluir, que bajo estas premisas la economía brasileña se encuentra enredada en una trampa financiera: ante la amenaza recurrente de una crisis que tendría efectos demoledores, el Estado sólo puede agudizar las condiciones que alimentan la financiarización. El resultado es, por tanto, de “financiarización permanente”.

11.3. Reconfiguración social y profundización del subdesarrollo

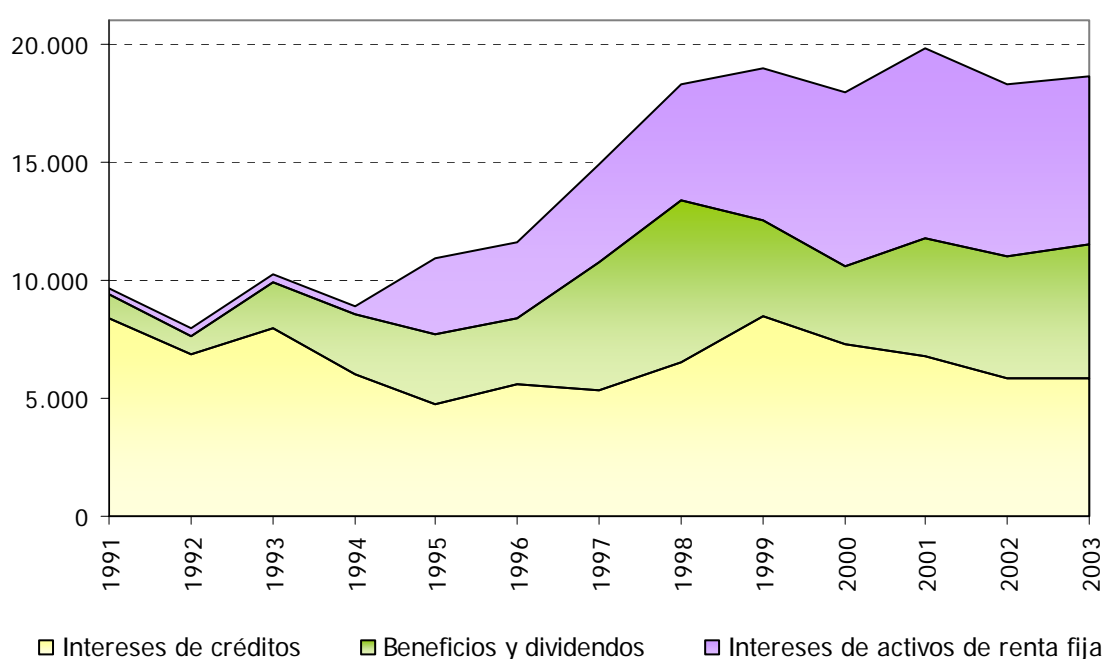
11.3.1. La financiarización como palanca de recomposición social: ganadores y perdedores

Según se ha analizado, la estrategia que se pone en marcha en Brasil a partir de los primeros años noventa transforma profundamente el funcionamiento económico del país, imponiéndose la primacía de la lógica financiera. En la medida en que esta transformación implica que las ganancias financieras ganen peso dentro de la renta nacional, y dado que dichas ganancias se distribuyen de forma asimétrica, la financiarización afecta directamente a la correlación de fuerzas existente entre los distintos grupos sociales.

Se produce así un agudo proceso de recomposición social. Por una parte, el capital extranjero y la facción financiera del capital nacional, además de los segmentos del capital “productivo” y las familias de mayores ingresos que también se lucran con el rentismo, salen claramente beneficiados:

a) Capital extranjero. Obtiene beneficios enormes que en su mayor parte saca del país. El volumen de rentas netas de inversión que salen de Brasil más que se duplica: pasa de 9.035 millones de dólares en 1994 a 18.552 millones de dólares en 2003. En suma, en este período las salidas netas acumulan un montante de 158.064 millones de dólares. La importancia de estos beneficios sobre la producción nacional también aumenta notablemente, escalando del 1,5-1,7% del PIB en 1994-1996 a un máximo de 3,9% en 2001 y 2002.

Gráfico 68
Salidas netas de rentas de inversión: 1991-2003
(millones de US\$)



Elaboración propia a partir de BCB (*Balanço de Pagamentos*)

Los beneficios y dividendos agregan rentas de inversión directa y en cartera, y los intereses de créditos las rentas registradas en la partida otras inversiones y las de los créditos intercompañías (inversión directa).

El grueso de este crecimiento se explica por el veloz aumento que registran los intereses que retribuyen al capital extranjero que compra deuda pública⁴²⁶. Según recoge el gráfico 68, las salidas netas de intereses de renta fija -como sabemos, prácticamente en su totalidad deuda pública- comienzan por dispararse tras el lanzamiento del *Plano Real*:

⁴²⁶ Las salidas netas de beneficios y dividendos experimentan también un crecimiento considerable, que se concentra en los años de las grandes privatizaciones: entre 1996 y 1998 pasan de 2.830 millones de dólares a 6.855 millones de dólares. También hay que considerar que los intereses de créditos intercompañías, derivados de las inversiones directas, se duplican en esos mismos años, aunque la disminución de salidas de intereses de los créditos comerciales determina que, en su conjunto, las salidas netas de intereses se reduzcan respecto a los primeros años noventa.

entre 1994 y 1995 se multiplican por nueve, pasando de 358 millones de dólares a 3.199 millones. Los siguientes años siguen aumentando, de forma que en 2000 ya registran un valor de 8.097 millones de dólares. Es decir, si en 1994 estos intereses contribuían sólo en un 4% a la formación del déficit de rentas, esta proporción se dispara hasta alcanzar un máximo de 41% en 2000 y 2001. En total, entre 1994 y 2003 salen de Brasil 52.185 millones de dólares por este concepto.

b) Capital financiero nacional. Los otros grandes beneficiarios del rentismo son los bancos y demás agentes financieros (fondos de inversión y de pensiones, sobre todo). Por ejemplo, el valor real de los beneficios obtenidos por los diez mayores bancos se triplica entre 1994 y 2002-2003, pasando de 6.133 millones de reales (a precios de 2006) a 18.970 millones y 17.182 millones de reales en estos últimos dos años⁴²⁷. Como resultado, en Brasil los bancos obtienen muchos más beneficios de los que reportan otros sectores de actividad. Según un estudio de *Austin Asis*, entre 1995 y 2002 la tasa media de rentabilidad en el sector no financiero fue el 5,6%, mientras que en el sector bancario era el triple, el 17%⁴²⁸. Otros análisis también lo confirman: *Economática* estima que entre 1995 y 2003 una de las aplicaciones más conservadoras del mercado financiero brasileño, los *fundos DI*, obtuvieron una rentabilidad media anual de 18,3%, mientras que en el mismo período la rentabilidad de las empresas no financieras cotizadas en bolsa registra un promedio de sólo el 3,6%. Hay que destacar que los 17 sectores de actividad incluidos en este estudio obtienen una tasa de beneficio anual inferior a la del fondo financiero⁴²⁹.

Así se explica que los bancos de Brasil estén entre los más rentables del mundo. Un estudio de *ABM Consulting* que analiza la evolución de los 6 mayores bancos de cada país concluye que en 2001 y 2002 los brasileños son los que obtuvieron mayor rentabilidad: un 23%, por encima de la que obtienen los sectores bancarios en los países desarrollados y también de la de otros emergentes de la región (el siguiente es México, con un 17%)⁴³⁰. Éste no es un resultado puntual, sino la tónica general de los últimos años: en 2006 un informe de *Bear Stearns* anunciaba un retorno esperado del 53,1% para los tres mayores bancos privados de país (*Bradesco, Itaú y Unibanco*), más del doble de lo que se estimaba para el sector bancario mexicano (24,1%) y el chileno (12,1%). No en vano, de los quince mayores bancos latinoamericanos ocho son brasileños (Paula, 2003: 169) y las filiales

⁴²⁷ Cálculos a partir de datos de *ABMM Consulting* publicados en el diario *Folha de São Paulo* el 21 de junio de 2004. Deflactamos con el IGP-DI.

⁴²⁸ *Folha de São Paulo*, 16 de marzo de 2003.

⁴²⁹ *Folha de São Paulo*, 11 de julio de 2004.

⁴³⁰ *Folha de São Paulo*, 2 de octubre de 2006

brasileñas de los bancos extranjeros suelen obtener una rentabilidad sustancialmente superior a la de sus matrices (Freitas y Prates 2001: 103).

c) Grandes empresas industriales y de servicios. Por último, según se deriva del análisis realizado en el apartado 11.1.3., hay una porción significativa de grandes empresas que, aunque formalmente no pertenecen al sector financiero, obtienen muchos ingresos de sus actividades rentistas. Eso explica que, a pesar de las dificultades que enfrentan para financiar su actividad empresarial y de que las posibilidades de ampliar el margen de beneficio en sus actividades tradicionales sea limitada, obtengan una tasa de rentabilidad apreciable. Según se podría esperar y confirma la información disponible, parecen ser las empresas de mayor tamaño las que, al contar con mayor volumen de recursos líquidos, se encuentran en mejores condiciones para aprovechar (y de hecho aprovechan) las oportunidades que brinda el negocio de la deuda pública indexada.

Por otra parte, los grupos que no acceden a los ingresos rentistas, esto es, el resto de la sociedad brasileña, se ve severamente perjudicado por este esquema de funcionamiento económico. Desde el punto de vista de la estructura social, se trata de la inmensa mayoría de la población: trabajadores asalariados, informales, desocupados y todas aquellas personas que se ganan la vida por su cuenta (la mayoría "falsos autónomos"). Sus condiciones de vida, según se explica en el apartado 11.1.3., empeoran, debido al retroceso que sufren los salarios reales, la precariedad de los servicios sociales y la debilidad de las prestaciones públicas.

Desde la óptica de la actividad empresarial, la sobredimensión del rentismo dificulta el funcionamiento de las empresas productivas y comerciales que se quedan al margen del negocio que se deriva de la deuda pública indexada. Por un lado, el espacio para ampliar beneficios fuera del ámbito financiero es reducido. Y por otro, la hipertrofia rentista del mercado financiero dificulta enormemente la obtención de la financiación necesaria para emprender o ampliar proyectos de inversión.

De esta forma, tal y como planteábamos al final del capítulo 5 utilizando las palabras de Martínez González-Tablas (2007: 337), la financiarización actúa como palanca de recomposición social que permite el avance económico del capital frente al trabajo privilegiando, dentro del primero, a su facción financiera. Esto, al perjudicar la dinámica inversora de las empresas del sector productivo, vuelve a perjudicar, por una segunda vía, a los trabajadores (Medialdea, 2009).

11.3.2. Hegemonía política del capital financiero

El avance económico que los grupos sociales “ganadores” experimentan durante estos años sólo es posible debido a su gran poder político. En resumidas cuentas, su capacidad para que la gestión económica se oriente a la satisfacción de sus intereses es lo que les permite obtener esos ingresos tan abultados.

En Brasil, como sabemos, el manejo del tipo de interés se convierte en una cuestión económica y política de primer orden: de ella dependen tanto las decisiones que toman los agentes financieros y no financieros como los ingresos que obtienen los grupos sociales rentistas. La cuestión esencial reside en que el poder político para tomar este tipo de decisiones lo ostenta, directamente, el capital financiero; en síntesis, quienes gestionan la política monetaria forman parte de los grupos sociales a los que ésta beneficia.

Algunos ejemplos son suficientemente ilustrativos. En primer lugar, un estudio sobre la procedencia y la trayectoria posterior de los 29 cargos políticos que han tenido mayores responsabilidades económicas durante este período confirma la connivencia entre el poder político y el capital financiero⁴³¹: 15 de ellos formaban parte de los consejos de dirección de bancos, corredurías de valores, fondos de inversión o asesorías financieras antes de acceder a la función pública, y 25 ocupan cargos de este tipo tras abandonar sus cargos políticos.

En segundo lugar, la relación entre uno de los bancos privados más importantes del país, *Itaú*, y las instituciones públicas responsables de la gestión económica es ciertamente estrecha: tres expresidentes del BCB (Pérsio Arida, Gustavo Loyola y Fernão Bracher) y una ex-diretora de su departamento de *Fiscalização*, Tereza Grossi, forman parte del consejo de dirección del banco privado; el que fuera director del departamento de *Política Econômica* del banco central, Sérgio Werlang, fue primero director ejecutivo de la misma entidad; y también trabajan para *Itaú* Alcides Tápias (ex-ministro de *Desenvolvimento*) y Roberto Teixeira da Costa, ex-presidente de la CVM.

En tercer lugar, la presencia en el gobierno de otro de los mayores bancos de Brasil, *Unibanco*, no es menos importante. Pedro Malán, exministro de *Fazenda* forma parte de su consejo de administración, al cual también pertenece Arminio Fraga. La trayectoria profesional de este último es bastante ilustrativa: ocupaba la vicepresidencia del grupo financiero internacional *Salomon Brothers* en Nueva York antes de pasar a ocupar la

⁴³¹ Ver el reportaje publicado en *Folha de São Paulo* el 22 de agosto de 2008.

dirección del departamento de *Assuntos Internacionais* del BCB; tras ejercer la función pública pasó a formar parte de la dirección de un fondo de inversión estadounidense; de ahí volvió al bco central, en esta ocasión para ocupar la presidencia; y, posteriormente, fundó su propio negocio, *Gávea Investimentos*, que en sólo un año se convirtió en la segunda empresa financiera no bancaria más importante del país (con activos estimados en 2.500 millones de reales)⁴³². Por otra parte, Demóstenes Madureira de Pinho Neto y Daniel Gleizer, ambos exdirectores del departamento de *Assuntos Internacionais* del BCB, y el segundo de ellos integrante con derecho a voto del Copom (el órgano que define el tipo de interés) son también cuadros directivos del banco privado.

En definitiva, por ejemplo cuando entre enero y marzo de 1999 el Copom elevó el tipo de interés del 25% al 45%, casi duplicando con ello la renta financiera que generan los activos que rinden intereses, cuatro de sus ocho integrantes mantenían vínculos directos con el capital financiero nacional e internacional⁴³³.

Se constata así que el gran poder político del rentismo financiero es un elemento decisivo para explicar el atrapamiento del Estado brasileño en la "rueda de la financiarización". Esto es lo que explica que se reincida en la aplicación de medidas que consolidan el nuevo esquema de funcionamiento económico, a pesar de (o precisamente por) su evidente efecto regresivo.

En efecto, comprobamos que en Brasil el Estado ejerce un papel netamente regresivo y fundamental dentro del proceso de recomposición social que venimos analizando (Carvalho, 2007 y Bresser-Pereira, 2007: 208-213). Por el lado de sus gastos, según se ha explicado, inunda la economía de rentas financieras a través de los intereses que paga a los compradores de sus títulos de deuda. Hay que considerar que entre 1994 y 2003 el Estado paga intereses por un valor promedio de casi 30.000 millones de dólares al año, lo que supone un pago acumulado de 297.480 millones de dólares. Estos son los recursos que captan los grupos sociales que obtienen ingresos rentistas, y que impiden que el Estado pueda acometer gastos públicos, ya sea de inversión o de consumo, de una magnitud importante.

Por el lado de sus ingresos el mecanismo estatal también ahonda las profundas diferencias que existen entre unos grupos sociales y otros; dado que el sistema fiscal es

⁴³² Ver *Folha de São Paulo* del 22 de agosto de 2004.

⁴³³ Se trata de Arminio Fraga, Pedro Malan, Luiz Fernando Figueiredo y Daniel Gleizer.

particularmente regresivo (Giambiagi y Além, 2001: 258-260 y Salvador, 2007: 83-91)⁴³⁴, los grupos que proporcionalmente más contribuyen a retribuir a los compradores de deuda pública son los que obtienen menos ingresos. En primer lugar, la proporción de carga tributaria indirecta sobre la total es muy alta (con un promedio del 53,3% entre 1990 y 2000)⁴³⁵. Y los impuestos indirectos, como se sabe, son profundamente regresivos: en 2002-2003 el grupo de población que ganaba menos de dos salarios mínimos soportaba una carga indirecta equivalente al 46% de su renta, mientras que para las familias con una renta superior a treinta salarios mínimos suponía sólo un 16%⁴³⁶. En segundo lugar, los impuestos directos, además de poco importantes, son muy poco progresivos. Por ejemplo, el tipo de gravamen marginal del impuesto sobre la renta sobre personas físicas es comparativamente bajo, el 27,5%, inferior no sólo al existente en los países desarrollados sino también al de la mayoría de países latinoamericanos⁴³⁷. Mientras, los impuestos que gravan el patrimonio son muy reducidos: en conjunto sólo proporcionan el 4% del total de la recaudación tributaria (Fenafisco, 2009)⁴³⁸. Como resultado, la carga tributaria total se distribuye de forma muy regresiva: mientras el 10% de población más pobre paga impuestos por un valor equivalente al 32,8% de su renta, el 10% más rico paga sólo el 22,7%⁴³⁹. A esto hay que añadir que en este período los bancos disminuyen notablemente su pago de impuestos (entre 1997 y 2001 la recaudación del impuesto que grava sus beneficios sobre la renta del sector cae un 16,5%)⁴⁴⁰ y que el fraude fiscal es generalizado: según una auditoría realizada por la *Receita Federal* a las 29.518 mayores empresas, sólo el 45% pagaba el *Imposto de Renda de Pessoa Jurídica* (el que grava los beneficios empresariales), mientras que el fraude en el sector financiero es aún mayor, ya que son 42 de las 66 mayores entidades del sector las que no lo pagan (ibidem).

11.3.3. Agudización de los LEDE y consolidación del subdesarrollo

La cuestión no es exclusivamente de clamorosa injusticia social. Se trata también de que la trampa financiera en la que se encuentra la economía supone la agudización de los elementos que le condenan al subdesarrollo.

⁴³⁴ Además, a partir de 1995 el sistema fiscal agudiza su elevada regresividad (Salvador, 2007: 83-84).

⁴³⁵ Cálculos a partir de IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

⁴³⁶ Según datos de IBGE (*Pesquisa de Orçamento Familiar*) tomados de Salvador (2007: 83).

⁴³⁷ Por ejemplo, es el 50% en Chile y el 35% en México (Giambiagi y Além, 2001: 258)

⁴³⁸ Por ejemplo, en la mayoría de los estados brasileños el impuesto sobre las herencias y donaciones tiene un gravamen del 4%, mientras en la mayoría de los países del mundo supera el 50% (Fenafisco, 2009).

⁴³⁹ Datos para 2002 y 2003 tomados de IPEA (2008).

⁴⁴⁰ Ver *Folha de São Paulo*, 17 de enero de 2002.

Por un lado, la insuficiencia crónica de la demanda interna brasileña se acentúa en este período. La tasa de inversión privada, siempre muy modesta, incluso se reduce hasta situarse por debajo del 14% del PIB. El consumo de las familias, por su parte, también deteriora sus deficiencias: su estrechez permanece inmune, dado que en estos años crece muy ligeramente (a una tasa de 2,4% anual), y su ya extrema polarización se agudiza, porque ese leve crecimiento del consumo se concentra en las capas con mayores ingresos, que son las que se benefician del rentismo financiero. Esta agudización es consistente con la reconfiguración socioeconómica que se analiza en el anterior apartado. Merece la pena recordar que, según recoge el gráfico 3 (capítulo 2), la masa salarial sobre el PIB desciende hasta los niveles más bajos de los que hay constancia estadística: un 37,7% en 2003. Dado que el Estado no tiene margen para acometer gastos de envergadura, la demanda pública no compensa la debilidad de la privada; de hecho, reduce considerablemente su peso dentro de la demanda interna, debido a que la inversión que realiza el Estado se reduce a una tasa anual del -9,7%, y el consumo público se incrementa al 3,8% cada año.

Y por otro lado, la capacidad productiva del país sigue siendo muy deficiente. En correspondencia con la debilidad de la dinámica inversora y la preferencia por las actividades rentistas de parte de las principales empresas del país, la dotación de capital continúa siendo muy escasa: el stock de capital registra un crecimiento del 2,1% anual, insignificante respecto al que precisaría una mejora significativa del ínfimo nivel de partida. Si atendemos a la evolución del stock de máquinas y equipamientos la evolución es aún peor, ya que prácticamente se mantiene estancado (crece un 0,7% cada año). A excepción de una minoría de grandes empresas, el atraso tecnológico sigue siendo generalizado en el grueso del tejido productivo nacional, lo que se constata al comprobar que la precariedad de la especialización productiva tampoco ha mejorado (Carvalho y Kupfer, 2007).

En suma, la financiarización y sus bucles reproductivos suponen también la reproducción de los obstáculos estructurales que, según se analiza en el capítulo 2, consolidan el subdesarrollo brasileño. A la vista de ello, cabe plantear que romper con esta dinámica autorreproductiva implica modificar las condiciones que, según se analiza en esta Tesis, la determinan. En la medida en que alterar esas condiciones requiere transformaciones económicas y sociales profundas, se trataría, sin lugar a dudas, de un proceso difícil y necesariamente prolongado en el tiempo. Y que sólo puede ir asociado a un proceso de cambio político de igual profundidad.

Conclusiones

De la investigación realizada, expuesta a lo largo de los capítulos de esta Tesis, se extrae un conjunto de conclusiones. A continuación presentamos las que consideramos más relevantes. En primer término, lo hacemos respetando el orden en el que han sido obtenidas en cada capítulo y después lo hacemos dando respuesta a las cinco hipótesis planteadas al comienzo de la investigación.

Principales conclusiones de la Tesis

1. La consolidación del subdesarrollo brasileño

- La interacción de elementos de distintos ámbitos (oferta, demanda, distribución de la renta y condiciones políticas e institucionales) genera mecanismos interactivos que reproducen el subdesarrollo brasileño.
- Estos mecanismos operan desde 1950 y siguen haciéndolo en la actualidad. A pesar de que en el intervalo de ese medio siglo se han registrado episodios de crecimiento y transformaciones estructurales de cierta envergadura, los principales rasgos del subdesarrollo persisten.
- La continuidad de los límites estructurales que obstaculizan el desarrollo económico (LEDE) provoca una crónica insuficiencia estructural de ahorro interno y una propensión a dar un uso improductivo al escaso ahorro interno disponible.
- En esas condiciones, el crecimiento precisa de la captación de ahorro externo.
- Simultáneamente, la incorporación de ahorro externo en presencia de sus LEDE, incrementa la vulnerabilidad financiera externa del país.

2. La experiencia de aplicación de una estrategia de crecimiento basada en la captación de ahorro externo durante los años setenta

- La captación de ahorro externo, en particular, de créditos bancarios internacionales, es crucial para financiar la intervención estatal que sostiene el crecimiento de ese período.
- El crecimiento registrado no altera los LEDE, por lo que se genera una situación de vulnerabilidad financiera extrema que se hace patente cuando un *shock* de origen externo interrumpe súbitamente el proceso de crecimiento y obliga al Estado a abandonar su estrategia de crecimiento.

3. Novedades del contexto financiero internacional a partir de los años noventa

- Los flujos de capital a escala internacional alteran su naturaleza, se incrementan considerablemente y modifican su comportamiento. Las inversiones financieras predominan abrumadoramente y fuerzan a esos flujos de capital a regirse por la lógica financiarizada.
- En la mayor parte de las economías desarrolladas la lógica financiera transforma el funcionamiento económico interno: su actividad económica se financiariza.
- La primacía de los criterios de la valorización financiera sobre el conjunto de la dinámica económica tiene un fuerte componente político: es resultado de la aplicación de unas medidas concretas que favorecen los intereses del capital financiero y que, efectivamente, logran una reconfiguración económico-social a favor del capital (sobre todo de su facción financiera) y en detrimento de los trabajadores.

4. Surgimiento de los “mercados emergentes” y aplicación en Brasil de una nueva estrategia de captación de ahorro externo en los años noventa

- El surgimiento del concepto de “emergente”, las consignas que dicta la comunidad financiera internacional sobre las medidas que esos países deben aplicar y, en algunos casos, la intervención directa del FMI en su aplicación, expresan la capacidad del capital financiero internacional para imponer sus intereses.
- En Brasil, la puesta en marcha de una nueva estrategia de captación de ahorro externo responde a las consignas generales prescritas para los “emergentes”.
- La opción de aplicar esas medidas deriva de la posición de fuerza que ostentan los grupos económicos a los que benefician: los intereses de la comunidad financiera

internacional confluyen con los del capital financiero nacional, que dispone desde los años ochenta una gran capacidad de influencia política en el país.

- La captación de ahorro externo que se registra a partir de los primeros años noventa es resultado de la combinación de la aplicación de esas medidas con las bases para el rentismo financiero que el país hereda de los años ochenta.

5. Particularidades de la experiencia de crecimiento de los años noventa

- El crecimiento registrado entre 1993 y 1997 presenta similitudes con la experiencia anterior de aplicación de una estrategia orientada a la atracción de capital extranjero: no altera los LEDE; genera una situación crítica de vulnerabilidad financiera frente a los avatares de la economía mundial; y el crecimiento se interrumpe abruptamente tras el impacto de un *shock* de origen externo.
- Pero también incorpora diferencias sustantivas respecto al episodio de los años setenta: el objetivo principal de la estrategia aplicada no es lograr el crecimiento ni la transformación estructural de la economía; el ahorro externo captado no financia directamente el crecimiento, ya que opta predominantemente por colocaciones financieras rentistas; el colapso del crecimiento no implica el abandono de la estrategia ni, por tanto, la ruptura con el nuevo esquema de funcionamiento económico, que sigue operando durante los años siguientes; por lo que la exposición de la economía frente a los movimientos del capital extranjero tampoco desaparece.

6. La financiarización de la economía brasileña

- Entre 1993 y 2003 en Brasil opera un esquema de funcionamiento económico financiarizado: la expansión y transformación de sus mercados financieros incide sobre el comportamiento de las empresas del sector no financiero, las familias y el Estado, generando obstáculos para la dinámica inversora y productiva, y modificando la correlación de fuerzas los grupos sociales.
- En el caso brasileño se trata de una modalidad rentista de la financiarización: son las operaciones financieras con títulos de deuda pública garantizada, es decir, la obtención de rendimientos seguros y que, por tanto, no retribuyen ningún tipo de riesgo, las que distorsionan la dinámica económica.
- El Estado brasileño juega un papel particularmente importante: es quien crea y mantiene las condiciones que financiarizan la actividad económica. Su situación financiera se ve gravemente afectada por esas condiciones, y, a la vez, corrige

parcialmente el sesgo rentista de los mercados financieros del país y asume un papel básico como sostén del mercado de crédito y de bonos corporativos.

- El capital extranjero también ocupa un lugar protagonista: dada la nueva naturaleza de los flujos internacionales, regidos por la lógica financiarizada y con una volatilidad potencial elevada, tiene una gran capacidad de influencia sobre la dinámica económica del país. La vulnerabilidad financiera externa de la economía brasileña se agudiza.

7. La trampa financiera

- A partir de 1998 la sucesión de episodios en los que la volatilidad potencial de los flujos externos se hace efectiva obliga al Estado brasileño a agudizar las condiciones que alimentan la financiarización. De esta forma, la interacción entre el Estado y el capital extranjero genera los mecanismos que autorreproducen la financiarización de la actividad económica interna.

8. Recomposición económica y social

- La financiarización de la economía brasileña supone un intenso proceso de modificación de las relaciones sociales a favor de los grupos con posibilidades de lucrarse con el rentismo financiero (capital extranjero, capital financiero nacional, algunas empresas del sector no financiero y las familias de mayores ingresos) y perjudica al resto de la sociedad.
- La estrategia adoptada, por tanto, es favorable para los intereses que propiciaron su aplicación.

9. Profundización del subdesarrollo

- La financiarización de la economía brasileña ahonda sus LEDE: la debilidad estructural de su demanda interna, los límites de su capacidad productiva, la polarización en la distribución de la renta nacional y la configuración sociopolítica que garantiza la permanencia de esos elementos, se ven agudizados por la financiarización.
- La autorreproducción de la financiarización supone también, por tanto, la autorreproducción del subdesarrollo brasileño.

Respuestas a las hipótesis iniciales

La investigación recogida en esta Tesis tuvo en su inicio cinco hipótesis que han quedado expuestas en el primer capítulo. Se trata, por tanto, de comprobar en qué medida esas formulaciones hipotéticas han tenido respuesta en el curso de la investigación.

La primera hipótesis era: *Los episodios de crecimiento registrados por la economía brasileña se basan en la captación de ahorro externo, es decir, en el aumento significativo de entradas de capital extranjero.*

- La investigación verifica que, en efecto, existen dos períodos (años setenta y 1993-1997) en los que la economía de Brasil ha crecido a un ritmo notable y que en ambos períodos se ha producido una entrada importante de capital extranjero; si bien las conclusiones antes mencionadas muestran que las características de los flujos de capital y su relación con el crecimiento económico son sustancialmente diferentes en cada período.

La segunda hipótesis era: *Los episodios de crecimiento brasileños resultan en un deterioro de las condiciones estructurales de la economía del país.*

- La investigación confirma que las dos fases de crecimiento quedan colapsadas por la existencia de *shocks* externos y originan situaciones económicas muy adversas (1981-1992 y 1998-2003), en las que empeoran las endeble condiciones productivas, se estanca la demanda interna y se agudiza la regresividad de la distribución de la renta; factores todos ellos que acentúan los LEDE.

La tercera hipótesis era: *Si en el caso brasileño se verifica el predominio de la recepción de inversión extranjera de carácter financiero durante los años noventa, la incorporación de Brasil a los mercados financieros internacionales conlleva una mayor vulnerabilidad ante los factores financieros exteriores.*

- La investigación ratifica que desde los primeros años noventa el fuerte aumento de los flujos de entrada de capital extranjero se compone de forma muy mayoritaria por inversiones en cartera que buscan la obtención de rendimientos a corto plazo. Esas entradas originan una mayor vulnerabilidad exterior, de modo que la economía queda a expensas de la creciente inestabilidad de los movimientos financieros internacionales. Esa inestabilidad alcanza sus mayores registros entre

1997 y 1998 y es la causa determinante de la ruptura de la dinámica de crecimiento precedente.

La cuarta hipótesis era: *La entrada en Brasil de un gran volumen de capital financiero internacional deriva en que el conjunto de la actividad económica del país quede subordinado a su lógica.*

- La investigación revela que, en efecto, durante todo el período analizado, tanto la política económica del gobierno, como las estrategias de las empresas y las decisiones de consumo de las familias, quedan severamente condicionadas por el comportamiento de los agentes y los mercados financieros, en los que, a su vez, destaca el gran protagonismo de los capitales extranjeros. Es por ello por lo que, ni siquiera durante los años de crecimiento, Brasil registra transformaciones estructurales internas positivas. Se reproduce así de forma permanente los principales rasgos de la financiarización y la economía brasileña queda sometida a los dictados de lo que hemos denominado la "trampa financiera".

Finalmente, la quinta hipótesis era: *El crecimiento del sistema financiero brasileño no se orienta hacia al estímulo de las actividades productivas y, en esa medida, no promueve la superación de los problemas estructurales que arrastra una economía no desarrollada como la de Brasil.*

- La investigación confirma esta hipótesis e incluso aporta elementos aún más reveladores sobre las distorsiones económicas que provoca la financiarización: no sólo no promueve el fortalecimiento del sector financiero interno, sino que genera su atrofia ya que produce un enorme crecimiento del mercado de deuda pública garantizada, mientras que los restantes mercados (crédito, bonos de empresa, acciones) siguen infradesarrollados, sin aportar apenas recursos para favorecer la inversión productiva y el consumo de la población. Por tanto, se configura un sector financiero que ahonda las condiciones de subdesarrollo de la economía brasileña.

Una consideración final

A partir del análisis realizado y de las conclusiones obtenidas, consideramos necesario formular una última cuestión que concierne a las posibilidades de que en el futuro se modifiquen las condiciones vigentes durante el período estudiado.

La eficacia autorreproductiva de la financiarización, es decir, la trampa financiera, es operativa bajo las tres condiciones que se analizan en la Tesis: la persistencia de los LEDE brasileños, el tipo de medidas aplicadas por el gobierno y la naturaleza del capital extranjero que responde a esas medidas. La adopción por parte del gobierno de una determinada estrategia, es decir, la segunda de estas condiciones, no era la única opción posible, sino que respondió a la capacidad de ciertos grupos sociales por imponer sus intereses. Por tanto, la financiarización permanente de la economía brasileña no es un resultado inexorable.

Modificar el actual modo de funcionamiento económico requiere un cambio radical en la orientación política de las medidas adoptadas por el gobierno; sólo así es factible que se emprendan los profundos cambios económicos necesarios. Este cambio de rumbo implica, en primer lugar, que el Estado recupere la soberanía sobre la gestión económica, que actualmente se encuentra secuestrada bajo la constante amenaza del capital extranjero. Una vez recuperada la capacidad para “cambiar las cosas”, es preciso que las cosas, efectivamente, cambien. Es necesario que la sociedad brasileña disponga de capacidad para incidir en el funcionamiento de la economía y que la dirija hacia la superación de los elementos que perpetúan el subdesarrollo del país. Varias premisas parecen fundamentales para incidir sobre los LEDE, como son: el fuerte impulso de la inversión, sobre todo en infraestructuras y en bienes de equipo modernos; la creación de una sólida y amplia red de servicios públicos; el establecimiento de mecanismos redistributivos eficaces, tanto por el lado de los ingresos públicos (sistema fiscal progresivo y fin del fraude), como de los gastos públicos (infraestructuras y transferencias); redistribución del patrimonio (reforma agraria); y regulación del sistema financiero para acabar con la actual situación de rentismo y orientarlo hacia el impulso de la demanda interna.

Epílogo

Lula, ¿un cambio de rumbo?

Romper con la trampa financiera brasileña sólo es posible si se produce un cambio en el rumbo político que dirige la gestión económica del país. En octubre de 2002 el *Partido dos Trabalhadores* (PT), de tradición y base social obrera, lograba la presidencia de la República. Durante unos meses, las expectativas de que ese cambio de rumbo se produjera eran palpables, tanto entre los millones de (ilusionadas) personas que habían votado por Lula como entre los (nerviosos) inversores financieros nacionales y extranjeros.

Según se ha analizado en la Tesis, en 2003 la actividad económica del país permaneció sometida a las condiciones de la financiarización. Sin embargo, a partir del año siguiente la situación se modificó: entre 2004 y 2008 Brasil crece a un ritmo significativo, del 4,7% anual, pero ese crecimiento vuelve a interrumpirse súbitamente en el último trimestre de 2008, cuando estalla la crisis económica mundial. Entonces, el PIB se contrae un -4,5% respecto al trimestre anterior, la industria de transformación se reduce aún más intensamente, un -11,2%, y la inversión cae un -10,3%. En cualquier caso, el crecimiento mantenido durante esos cinco años indica un cambio en la dinámica económica del país.

El análisis de ese cambio escapa al objeto de esta Tesis, centrado en el movimiento cíclico del intervalo 1993-2003. Así que nos limitamos a señalar con brevedad algunos elementos que hay que tener consideración para valorar cuál es la profundidad de ese cambio y, en particular, para determinar si la dinámica iniciada en 2004 e interrumpida en 2008 podría implicar una ruptura de la trampa financiera que reproduce el subdesarrollo brasileño.

Un elemento importante que hay que tener en cuenta es la alteración del contexto internacional: entre 2004 y 2008 Brasil se enfrenta a unas condiciones externas ciertamente favorables. En particular, tres elementos de ese contexto externo influyen

positivamente sobre su dinámica económica: los flujos financieros internacionales que recibe son más estables que en los años precedentes (no se registran salidas abruptas de capital, por lo que los índices de volatilidad trimestrales y mensuales son mucho más reducidos); los precios de las materias primas que Brasil exporta registran una subida muy acusada; y la demanda mundial de esos productos es bastante dinámica.

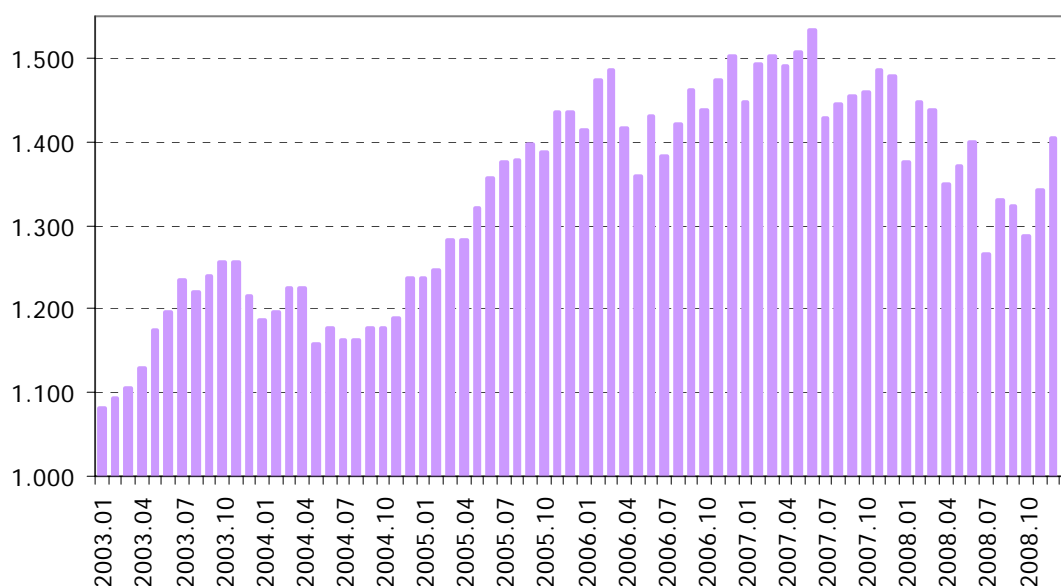
Aunque el signo de la política económica aplicada por el gobierno no se altera de forma significativa, la estabilidad del comportamiento de los inversores extranjeros que acuden a Brasil permite que se suavicen los resortes habitualmente utilizados para atraer y retener a esos inversores. En concreto, la ausencia de sobresaltos internacionales evita subidas bruscas del tipo de interés, lo cual explica que aunque la *tasa selic* mantenga un valor promedio bastante elevado (del 15% anual en términos nominales y del 7% en términos reales), ese valor sea sustancialmente inferior al de los años previos. La reducción de los tipos de interés alivia ligeramente la carga financiera que lastra la dinámica fiscal: el promedio de los gastos financieros públicos sobre el PIB se reduce (del -4,8% en 1999-2003 al -3,7% en 2004-2008), e incluso en el bienio 2005-2006 el Estado consigue registrar superávits operacionales. Por último, la política cambiaria sigue sometándose a las fuerzas del mercado, de modo que desde finales de 2002 hasta 2008 se produce una acusada apreciación de la moneda nacional en términos reales (se revaloriza un 52,8%), lo cual favorece a los inversores financieros extranjeros.

Se crea así una situación económica en la que destacan varios aspectos. En primer lugar, la ausencia de subidas abruptas del tipo de interés (mantenido en un nivel inferior al de los años anteriores) alivia las condiciones de bloqueo en que se encontraba la economía y favorece la reactivación de la actividad económica. Sin embargo, el crecimiento registrado presenta sus habituales deficiencias. En esta ocasión el sector que más crece es el de servicios, lo que se explica por la formidable expansión de los servicios de intermediación financiera, que se incrementan a una tasa promedio del 8,1% anual. Dentro del sector industrial, las únicas actividades que incrementan su producción a un ritmo superior al del PIB son las extractivas, que crecen al 5% anual, mientras la industria de transformación registra un crecimiento del 3,7%.

En segundo lugar, la bajada de los tipos de interés también alivia la situación fiscal, pero sin conseguir desactivar la espiral *ponzi* que domina las cuentas públicas. Esto se debe a que el Estado brasileño tiene acumulado un gran volumen de deuda y el tipo de interés que aplica sobre sus pasivos sigue siendo alto, por lo que sus necesidades de financiación se mantienen elevadas y la emisión de títulos de deuda interna, según ilustra el gráfico

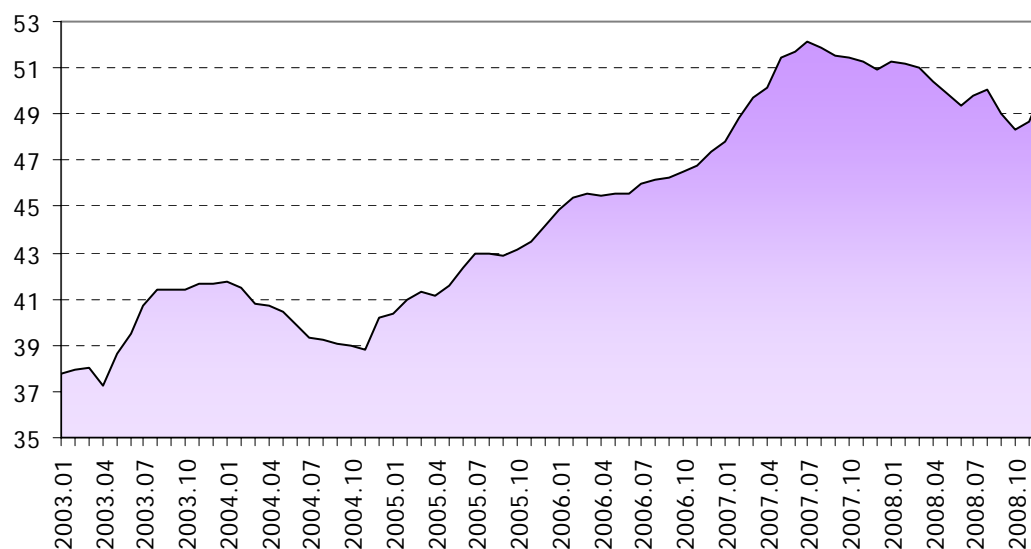
69, no sólo no se reducen sino que se acelera. Como resultado, entre 2003 y 2008 el valor real de la deuda pública interna se incrementa un 48,3%, y su proporción sobre el PIB se dispara, pasando de situarse por debajo del 40% del PIB la mayoría de los meses de 2003 y 2004 a superar el 50% en 2007 y 2008, según recoge el gráfico 70.

Gráfico 69
Títulos públicos emitidos: 2003-2008
(miles de millones R\$ deflactados)



Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).
Son títulos emitidos por el *Tesouro Nacional* deflactados por el IGP-DI.

Gráfico 70
Deuda pública interna: 2003-2008
(% del PIB)



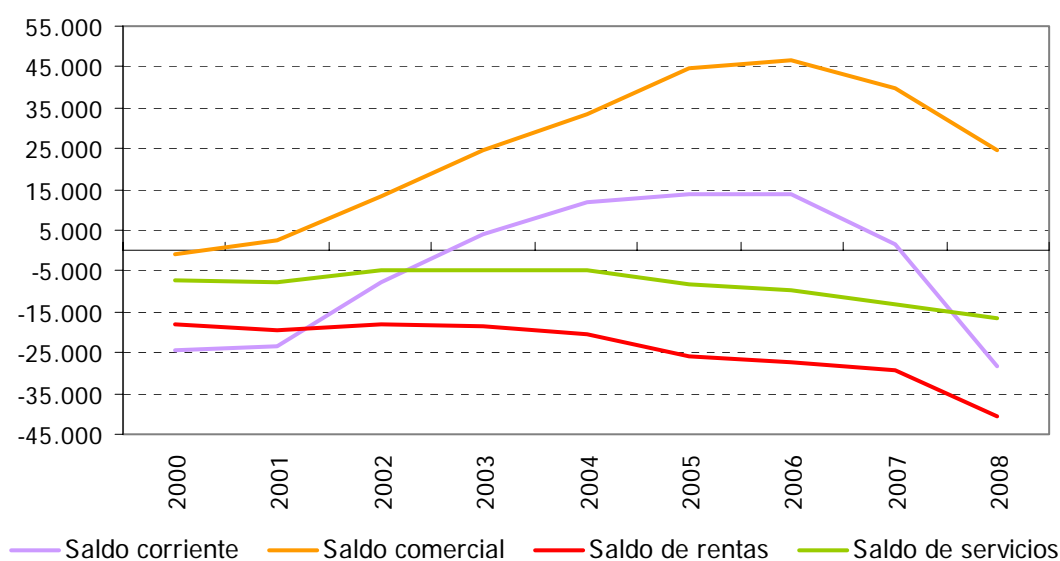
Elaboración propia a partir de BCB (*Boletim, Finanças Pública*) e IBGE (*Sistema de Contas Nacionais*).

La numeración del eje horizontal indica años y meses en los dos gráficos.

En tercer lugar, las condiciones internacionales modifican parcialmente la posición de Brasil en la economía mundial. Los dos primeros años de este período el país realiza una captación neta de recursos externos negativa, pero esto no impide que el promedio de financiación internacional recibida a lo largo de los cinco años sea positivo e importante, de forma que las entradas netas acumuladas se aproximan a los 150.000 millones de dólares. El cambio más relevante consiste, sin embargo, en que en estos años (excepto en 2008), Brasil registra un saldo corriente positivo, es decir, que las entradas netas de capital extranjero no son necesarias para la financiación del desfase externo sino que permiten al país acumular reservas internacionales y atender a la amortización de deudas.

Sin embargo, este hecho no implica que Brasil haya superado su dependencia financiera respecto al exterior. Si las entradas de capital extranjero de estos años no derivan en la habitual espiral de creciente necesidad de recursos externos es debido a la muy favorable evolución del saldo comercial, que pasa de registrar un superávit equivalente al 0,5% del PIB en 2001 a superar el 5% en 2004 y 2005. Según recoge el gráfico 71, esa mejora del resultado comercial explica la trayectoria positiva del saldo corriente. Mejora que se debe, fundamentalmente, a las importantes subidas de los precios internacionales de las materias primas y a la evolución favorable de la demanda mundial de esos productos. Sirva como ejemplo que las exportaciones brasileñas de bienes primarios se incrementan a un 28% de promedio anual.

Gráfico 71
Formación del saldo corriente: 2000-2008
(saldos netos, millones de US\$)



Datos de BCB (*Boletim, Balanço de Pagamentos*).

Ese efecto comercial compensa el hecho de que prosiga la secuencia tradicional según la cual las entradas de capital extranjero provocan crecientes salidas de recursos al exterior, como muestra el gráfico 71. Las salidas netas de rentas más que se duplican: pasan de 18.552 millones de dólares en 2003 a 40.562 millones en 2008, a la vez que las salidas de servicios acusan un crecimiento superior, multiplicándose por más de tres, desde 4.931 a 16.672 millones de dólares. Esto significa que el mecanismo que históricamente origina y alimenta las espirales de creciente dependencia externa de la economía brasileña sigue activo, por lo que su dependencia estructural respecto al capital extranjero permanece latente. Por tanto, resulta fácil suponer qué efecto tendría un cambio en las condiciones que permiten al país obtener los saldos comerciales gracias a los cuales estas crecientes necesidades de financiación se cubren sin dificultad.

En resumen, son varios e importantes los elementos que invitan a sugerir que la trampa en que se encontraba la economía brasileña no se ha desactivado estos últimos años. Más bien parece que el período 2004-2008 ofrece un ejemplo de cómo opera esa trampa financiera ante condiciones externas muy favorables. El análisis y las reivindicaciones que realizan los sindicatos y los movimientos sociales del país confirman esta impresión. En este sentido, es particularmente ilustrativa la carta que a finales de 2008 remitieron al presidente Lula varias decenas de colectivos sociales y políticos, entre los que se encuentran los más significativos del país:

"Presidente Lula,

(...) Queremos aprovechar esta oportunidad para manifestar nuestras propuestas concretas acerca de lo que el gobierno federal debe realizar a fin de defender, sobre todo, los intereses del pueblo, y no sólo los de las empresas y los beneficios del capital. (...) Desgraciadamente, la mayor parte de nuestro pueblo no tiene acceso a esos derechos básicos. Conocemos los poderosos intereses del capital nacional, las empresas transnacionales y, sobre todo, el sistema financiero, que concentran cada vez más riqueza y renta e impiden que nuestro pueblo disfrute de la riqueza que produce.

(...) Propuestas de políticas internas:

- 1. Controlar y reducir inmediatamente los tipos de interés.*
- 2. Imponer un control riguroso sobre el movimiento del capital financiero especulativo, estableciendo cuarentenas que impidan su libre circulación y penalizando sus ganancias con impuestos elevados (...).*

4. El gobierno federal debe revisar su política de mantenimiento del superávit primario, que es una vieja y desgastada receta del FMI (...). Y debemos emplear los recursos del superávit primario en realizar voluminosos gastos de inversión pública (...).

12. Realizar una auditoría integral de la deuda pública para obtener las bases técnicas y jurídicas a partir de las que realizar una renegociación soberana de su montante y su pago, considerando las deudas histórica, social y ambiental de las cuales el pueblo trabajador es acreedor".

Via Campesina; Assembléia Popular (AP); Coordenação dos Movimentos Sociais (CMS); Grito dos Excluídos Continental; Grito dos Excluídos Brasil; Associação Nacional de Ong's (ABONG); Movimento dos Trabalhadores Rurais Sem Terra (MST); Central Única dos Trabalhadores (CUT); União Nacional dos Estudantes (UNE); Marcha Mundial de Mulheres (MMM); Central dos Trabalhadores e Trabalhadoras do Brasil (CTB); Central Geral dos Trabalhadores do Brasil (CGTB); Central de Movimentos Populares (CMP); Associação Brasileira de Imprensa (ABI); Confederação das Associações das Associações de Moradores (CONAM); Caritas Brasileira CNBB/Pastorais Sociais; Comissão Pastoral da Terra (CPT); Conselho Indigenista Missionário (CIMI); Movimento dos Pequenos Agricultores (MPA); Movimento dos Atingidos por Barragens (MAB); Movimento das Mulheres Camponesas (MMC); União Brasileira de Mulheres (UBM); Coordenação Nacional de Entidades Negras (CONEN); Movimento dos Trabalhadores Desempregados (MTD); Movimento Trabalhadores Sem Teto (MTST); União Nacional Moradia Popular (UNMP); Confederação Nacional das Associações de Moradores (CONAM); Movimento Nacional de Luta por Moradia (MNLN); Ação Cidadania; Conselho Brasileiro de Solidariedade com Povos que Lutam pela Paz (CEBRAPAZ); Associação Brasileira de Rádios Comunitárias (ABRAÇO); Coletivo Brasil de Comunicação (INTERVOZES); Rede Brasil sobre Instituições Financeiras Multilaterais; Jubileu Sul Brasil; Movimento pela Libertação dos Sem Terras (MLST); União Estudantes Secundaristas (UBES); União Juventude Socialista (UJS); Evangélicos pela Justiça (EPJ); União nacional de Entidades Negras (UNEGRO); Federação Estudantes de Agronomia do Brasil (FEAB); Pastoral da Juventude do Meio Rural (PJR); Associação dos Estudantes de Engenharia Florestal (ABEEF); Movimento dos Trabalhadores Desempregados (MTD); Confederação Nacional Trabalhadores Entidades de Ensino (CONTEE); Confederação Nacional Trabalhadores da Educação (CNTE); Confederação Nacional do Ramo Químico (CNQ/CUT); Federação Única dos Petroleiros (FUP); Sindicato Nacional dos Aposentados e Pensionistas (SINTAP/CUT); Associação Nacional de Pós-graduandos (ANPG); Confederação Nacional dos Metalúrgicos (CNM/CUT); Movimento Camponês Popular (MCP); Coordenação das Organizações Indígenas da Amazônia Brasileira (COIAB); Conselho Indigenista de Roraima (CIR); Federação Trabalhadores Metalúrgicos do Rio Grande do Sul; Ação Franciscana de Ecologia e Solidariedade; Instituto Nacional Estudos Sócio-econômicos (INESC).

No se trata de que los movimientos sociales brasileños sean expertos en gestión monetaria, política fiscal, sistemas financieros y economía internacional. Sino de que una mirada atenta sobre la realidad actual del país basta para identificar cuáles son los grupos sociales y los mecanismos de dominación que, a día de hoy, impiden una transformación de esa realidad a favor de los intereses de la mayoría de la población.

Anexo estadístico

Tabla 1
Emisiones brasileñas de Bonos Brady, 15 de abril de 1994

Bonos	Valor emitido (millones de US\$)	Plazo de amortización	Tipo de interés	Garantía
Bonos a la par	10.491*	30 años con pago único al final.	Fijo creciente: 4% primer año; 4,25% segundo; 5% tercero; 5,25% cuarto; 5,5% quinto; 5,75% sexto; 6% del séptimo al último.	Total sobre el principal y 12 meses sobre intereses.
Bonos de descuento	7.288*	30 años con pago único al final.	Variable: LIBOR de 6 meses + 13/16 % anual.	Total sobre el principal y 12 meses sobre intereses.
Bonos de reducción temporal (FLIRB)	1.738	15 años con 9 de carencia.	Fijo creciente en los 6 primeros años: 4% dos primeros; 4,5% tercero u cuarto; 5% quinto y sexto. Variable a partir del séptimo: LIBOR de 6 meses + 13/16 % anual.	De 12 meses sobre los intereses durante los 6 primeros años.
Bonos C	7.860	20 años con 10 de carencia.	Fijo creciente en los 6 primeros años: 4% dos primeros; 4,5% tercero u cuarto; 5% quinto y sexto; 8% a partir del séptimo año.	Ninguna.
Bonos de Conversión de Deuda	8.490	18 años con 10 de carencia.	Variable: LIBOR de 6 meses + 7/8 % anual.	Ninguna.
Bonos de dinero nuevo	2.239	15 años con 7 de carencia.	Variable: LIBOR de 6 meses + 7/8 % anual.	Ninguna.
Bonos con intereses vencidos	5.631			
Total	43.737			

Elaboración propia a partir de datos de BCB (1997: 75-81) y Terra (1999: 304-311).

* Volumen total incluyendo las emisiones de *Phase in Bonds* convertidos en bonos a la par y al descuento.

Tabla 2
Privatizaciones en el sector bancario: 1997-2002

Entidades privatizadas	Fecha	Ingresos (millones de US\$)
Bancos federales		4.191
Meridional	04/12/1997	240
Banespa	20/11/2000	3.604
BEG	04/12/2001	269
BEA	24/01/2002	77
Bancos Estadales		2.138
Credireal	07/08/1997	112
Banerj	26/06/1997	289
Cia União de Seguros Gerais	20/11/1997	45
Bemge	14/09/1998	494
Bandepe	17/11/1998	153
Baneb	22/06/1999	147
Banestado	17/10/2000	869
Paraiban	08/11/2001	29
Total		6.329

Datos de BNDES (2002)

Tabla 3
Número de entidades bancarias por titularidad del capital

	Públicos	Privados				Total Extranjeros	Total
		Nacionales	Con participación extranjera	Con control extranjero	Filiales extranjeras		
1988	43	44	5	7	19	31	118
1990	30	124	31	13	19	63	217
1991	29	132	31	15	19	65	226
1992	30	139	32	18	19	69	238
1993	30	144	32	19	19	70	244
1994	32	145	30	21	17	68	245
1995	32	144	28	21	17	66	242
1996	32	131	26	25	16	67	230
1997	27	118	23	33	16	72	217
1998	22	105	18	43	16	77	204
1999	19	95	15	50	15	80	194
2000	17	91	14	57	13	84	192
2001	15	81	14	61	11	86	182
2002	15	76	11	56	9	76	167
2003	15	78	10	53	9	72	165
2004	14	82	10	49	9	68	164
2005	14	82	8	49	8	65	161

Datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições Financeiras*).

Los bancos con participación extranjera son aquellos en los que entre un 10% y un 50% de su capital con derecho a voto pertenece a instituciones financieras con sede en el exterior, mientras que en los bancos con control extranjero la mayoría del capital con derecho a voto es propiedad de instituciones con sede internacional. Consultar metodología en la Carta Circular n° 2.345 del BCB.

Tabla 4
Crédito concedido al sector privado
(% del PIB)

	Industrial	Inmobiliario	Rural	Comercial	A otros servicios	Sector productivo privado	Personal	Sector privado total
1990	5,1	7,7	2,1	1,4	2,0	18,3	0,6	18,9
1991	5,4	6,5	2,4	1,7	2,3	18,2	0,7	18,9
1992	6,9	7,6	3,1	2,1	2,9	22,5	0,9	23,3
1993	7,7	7,7	3,0	2,9	3,9	25,1	1,3	26,4
1994	8,1	7,1	3,0	3,5	4,0	25,8	2,2	28,0
1995	7,3	6,3	2,9	4,0	3,7	24,2	2,3	26,5
1996	6,8	5,7	2,4	3,7	3,5	22,1	2,1	24,2
1997	6,7	5,2	2,2	3,0	3,2	20,3	3,2	23,5
1998	7,2	5,3	2,4	2,8	3,5	21,2	3,6	24,8
1999	7,7	5,1	2,3	2,5	3,4	21,1	3,4	24,5
2000	6,9	4,9	2,2	2,4	3,5	19,9	4,2	24,2
2001	7,4	2,8	2,0	2,7	4,2	19,0	5,6	24,6
2002	7,3	1,6	2,0	2,6	4,3	17,7	5,5	23,3
2003	6,7	1,4	2,3	2,4	4,0	16,9	5,2	22,0
2004	6,2	1,3	2,6	2,5	3,9	16,6	6,0	22,6
2005	6,1	1,3	2,8	2,8	4,0	17,0	7,7	24,6

Elaboración propia a partir de datos de BCB (*Boletim, Moeda*).

Tabla 5
Composición de los títulos públicos
(% sobre el total de títulos emitidos)

	Título prefijados	Títulos indexados a índices de precios	Títulos indexados al tipo de interés	Títulos indexados al tipo de cambio	Otros títulos	Total
1993	43,9	33,2	12,8	10,2	0,0	100
1994	29,7	23,7	31,1	15,5	0,0	100
1995	34,8	10,5	47,1	7,7	0,0	100
1996	57,4	2,4	32,3	7,9	0,0	100
1997	56,6	1,5	30,3	11,6	0,0	100
1998	28,1	0,5	53,2	18,2	0,1	100
1999	8,0	0,2	65,2	26,1	0,5	100
2000	13,6	1,1	59,5	22,0	3,9	100
2001	10,8	3,4	54,8	27,4	3,6	100
2002	7,3	5,5	55,8	27,3	4,2	100
2003	6,0	8,3	66,6	14,5	4,5	100
2004	16,2	9,5	61,1	8,1	5,1	100
2005	22,4	8,8	59,9	3,6	5,3	100

Elaboración propia a partir de BCB (*Boletim, Finanças Públicas*).

Los títulos públicos prefijados (no indexados) más importantes son las LTN y las NTN-F. Los indexados a índices de precios son las NTN-B y NTN-C. La inmensa mayoría de títulos garantizados frente a oscilaciones del tipo de interés se vinculan a la *tasa selic* (las LFT), aunque también hay algunos indexados a la *tasa referencial* (TR) y la *tasa de juros de longo prazo* (TJLP). Los principales títulos indexados a las variaciones cambiarias son la NTN-D, que dejan de emitirse en mayo de 2002.

Tabla 6
Composición de los activos bancarios (% sobre el activo)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Títulos y valores mobiliarios	13,0	16,0	22,9	24,1	24,8	23,7	29,1	26,6	28,6	24,2	24,3	24,5
<i>Renta Fija</i>	6,7	10,6	17,2	16,9	20,0	19,5	22,8	17,2	20,0	18,5	19,0	18,6
Títulos públicos	5,3	9,0	15,1	14,5	17,1	17,4	20,9	15,4	18,0	16,8	15,7	13,5
LFT	1,5	0,0	6,9	6,2	7,7	8,3	10,9	10,4	12,1	9,8	8,5	6,0
LTN	0,9	2,8	2,8	0,2	2,0	2,5	2,6	0,3	2,5	4,1	4,9	4,6
NTN	0,5	2,4	2,7	2,6	3,3	1,4	2,5	2,1	2,1	1,6	1,7	2,6
Otros títulos públicos	2,4	3,8	2,7	5,5	4,1	5,1	4,9	2,6	1,3	1,3	0,6	0,3
Cuotas de fondos de inversión de renta fija	0,3	0,3	0,4	0,5	0,7	0,9	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2
Bonos corporativos	0,4	0,3	0,5	0,7	0,9	0,9	0,8	0,8	0,5	0,6	1,0	1,2
<i>Renta variable</i>	0,5	0,3	0,7	0,6	0,8	0,7	0,5	0,3	0,4	0,4	0,2	0,3
Acciones	0,4	0,2	0,5	0,4	0,7	0,7	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2
Cuotas de fondos de inversión de renta variable	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Derivados</i>	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,3	2,6	1,5	1,3	1,3	1,0
<i>Aplicaciones en el exterior</i>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3
Operaciones de crédito total	33,9	32,1	27,4	28,9	27,2	27,3	25,4	25,0	24,6	27,1	26,7	25,7
Aplicaciones interfinancieras de liquidez	22,3	23,6	20,1	16,5	11,3	11,8	11,3	14,3	17,9	14,6	17,7	18,6
Subtotal	58,9	62,4	61,1	59,3	58,9	60,7	61,1	59,3	64,5	63,1	66,0	66,8

Elaboración propia a partir de datos del BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*, COSIF).

El subtotal no suma 100 debido a que se excluyen, además de algunas cuentas de magnitud no significativa, las provisiones por pérdidas. No se incluyen tampoco los títulos vinculados al BCB, que son en su mayoría depósitos y reservas obligatorias. En títulos y valores mobiliarios se incluyen los títulos y valores que los bancos registran en la partida de "*operações compromissadas de liquidez*" (son títulos que los bancos utilizan como aval o garantía para pedir crédito). Los títulos públicos incluyen: LFT, LTN, NTN, OTN, BTN (para todo el período), LBC (hasta 2002), NBC (desde 1997 hasta 2005), BBC (hasta 2000), la partida de "otros" que publica el COSIF desde 2000 y títulos municipales y estatales (hasta 2003). Aplicaciones en el exterior incluye la partida del COSIF de "títulos y valores mobiliarios aplicados en el exterior". En operaciones de crédito total se incluyen las operaciones de arrendamiento mercantil. Los derivados se recogen en el COSIF en la cuenta 1330000, que hasta 2001 se llamaba "*títulos vinculados a negociação e intermediação de valores*" y a partir de 2002 recibe el nombre de "*instrumentos financeiros derivativos*".

Tabla 7

Composición de la cartera financiera de los bancos (% sobre los títulos y valores mobiliarios)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta Fija	51,2	66,3	74,8	70,3	80,7	82,3	78,6	64,7	69,8	76,2	78,2	76,2
Títulos públicos	40,4	56,1	65,8	60,0	69,1	73,3	71,8	57,8	62,8	69,4	64,8	55,3
LFT	11,2	0,1	30,2	25,8	31,2	35,1	37,5	39,1	42,2	40,6	35,1	24,5
LTN	7,0	17,7	12,3	0,8	8,2	10,7	8,9	1,1	8,6	16,8	20,2	18,7
NTN	3,6	14,7	11,7	10,8	13,3	5,8	8,6	8,0	7,5	6,5	7,1	10,8
Otros títulos públicos	18,5	23,5	11,6	22,7	16,4	21,7	16,8	9,6	4,5	5,5	2,4	1,4
Cuotas de fondos de inversión de renta fija	2,2	2,0	1,8	2,0	2,9	3,9	3,8	4,3	4,1	5,0	4,8	4,9
Bonos corporativos	3,0	1,9	2,2	2,8	3,7	3,6	2,8	3,1	1,7	2,3	4,0	5,0
Renta variable	4,0	1,9	2,9	2,5	3,1	3,1	1,8	1,1	1,2	1,5	1,0	1,2
Acciones	2,9	1,1	2,1	1,7	2,9	2,8	1,6	0,9	1,0	1,2	0,8	1,0
Cuotas de fondos de inversión de renta variable	0,4	0,3	0,6	0,5	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Derivados	3,1	0,4	0,3	0,5	0,3	0,2	0,9	9,7	5,2	5,4	5,3	4,2
Aplicaciones en el exterior	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1	1,3
Subtotal	58,4	68,6	78,1	73,2	84,1	85,6	81,4	75,6	76,4	83,1	84,6	82,8

Elaboración propia a partir de datos del BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*, COSIF).
Ver metodología de la tabla 6.

Tabla 8

Composición del ingreso operacional de los bancos (% sobre el ingreso total)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Operaciones de crédito total	40,3	37,4	36,2	31,5	23,1	29,2	21,4	16,4	16,1	20,8	21,5	23,2
Operaciones de cambio	13,0	4,5	3,6	4,0	17,0	8,5	0,6	11,3	7,5	5,0	6,0	6,9
Aplicaciones interfinancieras de liquidez	15,5	17,8	14,2	11,7	5,4	5,8	3,9	2,9	5,7	5,6	7,1	7,3
Títulos y valores mobiliarios	9,9	12,3	19,5	26,8	36,2	32,5	44,3	57,1	51,6	47,3	45,4	43,2
Prestación de servicios	4,2	7,3	6,9	6,2	3,8	7,4	4,9	3,1	4,5	6,2	6,4	6,8
Subtotal	82,8	79,3	80,5	80,2	85,5	83,4	74,9	90,9	85,4	85,0	86,4	87,3

Elaboración propia a partir de datos del BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*, COSIF).

Tabla 9
Patrimonio neto y captación de recursos externos de los bancos extranjeros
(participación sobre el sistema bancario, %)

	Patrimonio neto			Captación recursos externos		
	Nacionales	Control extranjero	Participación extranjera	Nacionales	Control extranjero	Participación extranjera
1993	86,9	7,3	5,3	67,6	24,4	8,0
1994	83,5	9,6	6,3	76,1	16,0	8,0
1995	75,7	13,1	9,8	69,1	22,8	8,1
1996	76,6	11,4	10,7	68,2	25,1	6,6
1997	72,5	14,3	11,7	58,0	26,5	15,5
1998	68,7	21,9	7,8	53,7	27,3	19,1
1999	63,5	25,5	9,3	45,2	38,9	15,8
2000	60,0	28,3	9,7	45,5	42,4	12,1
2001	58,2	30,7	9,4	50,4	37,3	12,3
2002	56,3	32,9	8,6	48,3	36,0	15,7
2003	61,6	28,1	8,1	53,9	31,8	14,4
2004	54,3	27,1	16,0	52,7	27,5	19,9
2005	55,0	24,6	17,9	41,5	35,8	22,6

Datos de BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional, COSIF*).

El BCB clasifica como instituciones financieras privadas nacionales con participación extranjera aquellas en las que, directa o indirectamente, del 10 al 50% de su capital con derecho a voto pertenece a instituciones financieras con sede en el exterior. Las instituciones privadas con control extranjero son las que la mayoría de su capital con derecho a voto, directa o indirectamente, es propiedad de entidades con sede internacional. Se puede consultar la Carta Circular 2.345 de 1993.

Tabla 10
Cartera financiera de los bancos según propiedad del capital
(% de títulos y valores mobiliarios sobre su activo)

	Bancos públicos	Bancos privados brasileños	Bancos extranjeros	Total del sistema bancario
1996	16,7	13,7	11,4	14,3
1997	25,4	14,3	12,6	18,4
1998	26,3	26,9	29,3	27,5
1999	26,9	29,6	30,1	28,7
2000	26,4	29,9	33,3	29,9
2001	34,0	30,8	34,2	33,3
2002	32,3	25,7	31,2	30,2
2003	31,7	25,1	28,4	28,7
2004	31,5	24,4	28,4	28,4
2005	29,8	21,3	27,4	26,5
2006	27,6	22,6	25,1	25,2

Elaboración propia a partir de datos del BCB (*Informações Cadastrais e Contábeis*).

Se realizan los cálculos a partir de los balances trimestrales, tomando como referencia el último trimestre de cada año.

Tabla 11
Bancos extranjeros y nacionales privados:
composición de sus carteras financieras (%)

	Bancos extranjeros			Bancos privados nacionales		
	1998	1999	2000	1998	1999	2000
Títulos de Renta Fija	93,2	94,6	81,9	94,2	89,9	82,7
Títulos Públicos	79,0	84,2	69,6	58,0	65,4	50,6
LFT	26,3	14,6	24,8	22,0	10,0	13,5
LTN	1,6	9,7	10,8	0,7	9,3	6,8
NTN	24,2	19,9	6,9	16,9	21,3	9,8
NBC	23,3	39,7	26,5	17,8	24,8	20,3
Otros títulos públicos	3,6	0,3	0,7	0,5	0,2	0,3
Títulos Privados	6,9	8,3	5,4	18,0	21,9	28,8
Títulos de Renta Variable	5,9	0,2	3,4	2,8	2,2	3,0

Elaboración propia a partir de datos de ANDIMA (2001: 67).

Son datos a diciembre de cada año. No son homogéneos respecto a los datos de la tabla 10. La diferencia se debe, fundamentalmente, a que el desglose de ANDIMA impide clasificar adecuadamente las denominadas "*operações compromissadas*", por lo que se excluyen.

Tabla 12
Bancos extranjeros y nacionales privados:
composición de sus ingresos (%)

	Bancos extranjeros		Bancos privados nacionales	
	Operaciones de crédito	Títulos y valores mobiliarios	Operaciones de crédito	Títulos y valores mobiliarios
1994	12,7	4,2	29,2	10,1
1995	16,4	9,6	37	10,4
1996	27,4	17,7	33,2	13,1
1997	23,7	33,1	32,8	21,8
1998	18,3	41,4	25,8	27,5
1999	10,2	51,9	20,7	31,2
2000	17,3	48,9	26,5	28,8
Promedio	18,0	29,5	29,3	20,4

Datos de ANDIMA (2001: 71-73).

Son datos al final del período.

Tabla 13
Fondos de inversión: características

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	Media	
Fondos de acciones	Número	72	81	99	134	151	159	234	307	321	334	375	206,09
	Edad media	8,2	8,0	6,4	6,2	7,2	5,8	6,1	5,8	6,7	6,9	7,8	6,8
	Rentabilidad anual media (%)	-4,9	41,8	29,0	-30,3	133,5	-1,2	0,3	9,8	74,0	30,5	29,5	28,4
	Volatilidad anual media (%)	n. d.	n. d.	n. d.	45,3	36,7	28,2	29,4	28,5	21,4	25,6	26,5	30,2
	Patrimonio neto medio (millones R\$)	27,5	31,7	64,7	26,6	56,8	57,2	46,6	37,9	52,4	61,6	69,7	48,43
Fondos cambiarios	Número	1	8	13	21	34	38	44	47	51	55	56	33,45
	Edad media	1,0	1,4	1,6	1,7	2,4	3,1	3,7	4,4	5,0	5,9	6,9	3,4
	Rentabilidad anual media (%)	50,8	23,4	17,7	25,4	57,5	15,4	24,2	66,7	-10,8	-7,9	-11,9	22,8
	Volatilidad anual media (%)	n. d.	n. d.	n. d.	2,1	27,1	8,1	17,1	25,1	15,2	10,9	14,0	14,9
	Patrimonio neto medio (millones R\$)	39,9	36,1	95,1	77,1	67,3	53,3	109,3	49,2	47,9	38,3	31,9	58,67
Fondos híbridos	Número	6	24	45	67	83	112	115	199	248	336	428	151,18
	Edad media	1,3	1,3	1,7	2,2	2,5	2,7	2,9	3,2	3,2	3,5	4,3	2,6
	Rentabilidad anual media (%)	45,0	25,0	22,5	24,0	39,4	16,1	17,2	19,5	26,7	16,0	18,3	24,5
	Volatilidad anual media (%)	n. d.	n. d.	n. d.	7,3	7,1	3,7	3,4	4,1	2,9	2,8	2,7	4,2
	Patrimonio neto medio (millones R\$)	144,8	112,2	117	76,5	96,3	124,2	96,9	84,2	104,1	108,7	89	104,9
Fondos de renta Fija	Número	41	119	153	186	212	259	292	338	402	443	489	266,73
	Edad media	1,3	2,0	2,5	3,0	3,4	4,0	4,4	4,5	5,0	5,6	6,4	3,8
	Rentabilidad anual media (%)	49,1	21,4	18,6	23,7	20,9	15,1	15,1	15,8	22,3	14,1	16,6	21,1
	Volatilidad anual media (%)	n. d.	n. d.	n. d.	0,8	1,4	0,1	0,4	1,5	0,5	0,5	0,2	0,7
	Patrimonio neto medio (millones R\$)	662,1	606,6	465,9	566,5	662,6	652,6	626,1	400,3	484,9	476,1	497	554,61

Datos de ANBID y Quantum tomados de Dos Santos Pinto (2007: 38).

Cálculos a partir de 1.393 fondos de inversión.

Tabla 14
Composición de la cartera financiera de los fondos de inversión
(% sobre títulos y valores mobiliarios)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Renta Fija	74,0	63,6	60,2	60,6	60,1	56,5	52,3	50,2	53,2	98,4	84,4	80,8
Títulos públicos	38,1	45,1	42,3	47,3	46,5	48,6	33,8	37,9	45,1	81,9	68,2	63,2
LFT	5,8	0,0	2,6	28,1	29,2	30,7	26,8	31,0	30,5	81,8	36,0	25,0
LTN	8,5	17,3	18,5	0,8	6,8	10,7	3,1	0,9	7,2	0,0	21,9	23,2
NTN	2,4	7,4	9,2	2,0	10,2	1,3	3,9	6,1	6,1	0,1	9,9	15,0
LBC	1,7	0,3	0,0	0,3	0,1	5,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NBC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	0,4	0,0
BBC	14,9	16,1	9,4	14,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros títulos públicos	4,8	4,0	2,7	1,4	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Certificados de depósito bancario	29,6	14,4	12,1	6,4	5,0	2,7	5,3	4,9	5,2	16,4	11,6	11,4
Bonos corporativos	3,5	2,2	2,1	1,0	1,1	2,1	3,2	3,7	2,4	0,1	4,0	5,4
Cuotas de fondos de inversión de renta fija	18,5	34,0	36,6	38,0	38,9	41,1	42,3	40,2	42,1	0,2	2,5	2,8
Renta Variable	4,3	0,2	0,9	0,5	0,6	1,0	0,5	0,9	1,1	1,4	8,2	11,0
Acciones	0,1	0,2	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,7	1,4	8,0	10,7
Cuotas de fondos de inversión de renta variable	4,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,3
Derivados	3,2	1,9	2,1	0,4	0,3	0,1	0,1	2,3	0,8	0,0	1,5	1,2
Subtotal	81,4	65,8	63,2	61,5	61,0	57,5	52,9	53,3	55,0	99,8	94,1	93,0

Elaboración propia a partir de datos de los balances de los fondos de inversión facilitados por el BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*, COSIF).

Las partidas seleccionadas no suman 100 porque hemos omitido algunas no significativas así como las provisiones contabilizadas por desvalorización. La partida "otros" dentro de "títulos públicos" agrega la entrada "otros títulos federales" registrada por el COSIF y los títulos estatales y municipales. Los certificados de depósito bancarios incluyen los contraídos con instituciones financieras vinculadas. Acciones recoge las acciones de empresas abiertas (desde 2005 el COSIF publica también la cartera de acciones de empresas cerradas, pero su dimensión es insignificante por lo que se prefiere mantener la homogeneidad de la serie). No incluimos las "*operações compromissadas*" (recompras y garantías), porque no se registran todos los años. En su mayoría son títulos públicos, así que los estamos infravalorando.

Tabla 15

Composición de la cartera financiera de los fondos de inversión: títulos públicos vs. privados
(% sobre títulos y valores mobiliarios)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Títulos públicos totales	56,5	79,1	78,9	85,3	85,4	89,6	76,1	78,2	87,2	82,1	70,7	66,1
Títulos públicos (compras directas)	38,1	45,1	42,3	47,3	46,5	48,6	33,8	37,9	45,1	81,9	68,2	63,2
Cuotas de fondos de inversión de renta fija	18,5	34,0	36,6	38,0	38,9	41,1	42,3	40,2	42,1	0,2	2,5	2,8
Títulos privados	37,3	16,8	15,1	8,0	6,6	5,2	9,0	9,4	8,6	17,9	23,8	27,7
Empresas	7,7	2,4	3,0	1,5	1,6	2,6	3,7	4,5	3,5	1,5	12,2	16,4
Acciones	0,1	0,2	0,8	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,7	1,4	8,0	10,7
Bonos corporativos	3,5	2,2	2,1	1,0	1,1	2,1	3,2	3,7	2,4	0,1	4,0	5,4
Cuotas de fondos de inversión de renta variable	4,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,0	0,2	0,3
Bancos	29,6	14,4	12,1	6,4	5,0	2,7	5,3	4,9	5,2	16,4	11,6	11,4

Elaboración propia a partir de datos de los balances de los fondos de inversión facilitados por el BCB (*Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional*, COSIF).

Se realizan los cálculos a partir de los datos ofrecidos en la tabla 14. Esta estimación sobrevalora los títulos privados de empresas a costa de infravalorar los títulos públicos, debido a que las cuotas de los fondos de inversión de renta variable, que computamos como títulos privados de empresas, mantienen posiciones elevadas en títulos públicos. Por otra parte, la proporción de títulos privados incluidos en las cuotas de fondos de renta fija es muy reducida. Los títulos privados bancarios los aproximamos mediante los certificados de depósito bancario.

Tabla 16
Composición de la cartera financiera de los fondos de pensión
(% sobre títulos y valores mobiliarios)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media 1996-2006
Acciones	28,7	26,3	34,8	39,1	29,5	30,9	29	19	26	24	19	15,8	19	20	20,3	21	22,2
Inmuebles	19,3	20,3	16	14,4	14,9	12,9	10	11	9	8	7	6,7	5,4	4,5	4,2	3,3	7,5
Depósitos a plazo	12,6	15,9	14,5	11,5	14,6	9,6	7,6	9,7	4,6	3,2	3,1	2,3	1,2	0,9	1,1	1	4,0
F de inversión (total)	1,5	4,2	9,8	12,4	11,9	19,4	30	33	44	48	51	53	55	57	57	57	45,9
F de inversión (R fija)	...	...	...	...	...	16,8	19,3	22,8	31,6	36,7	40,4	41	44,6	46,6	46,4	44,9	35,6
F de inversión (R v.)	...	...	...	...	...	2,6	10,7	10,2	12,2	11,4	10,5	11,9	10	10,1	10,4	11,9	10,2
Bonos corporativos	5,7	4,1	2,5	1,9	5,2	4,8	3,9	3,6	2,5	2	2,1	2,2	1,7	1,4	1,2	1,3	2,4
Títulos públicos	7,4	6,5	4	3,8	4,4	5,7	3,7	6,5	6,3	6,6	11,3	13,3	12,7	11,7	12,1	12,5	9,3
Otros	24,71	22,5	18,4	16,9	19,6	16,6	16	17,3	7,7	8,5	7,3	6,6	5,5	4,8	4,3	4,1	9,0
Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100,0

Elaboración a partir de la base de datos de *Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (ABRAPP)*.

En "otros" se incluye la partida así denominada en la base de datos de ABRAPP, así como los créditos concedidos a los suscriptores de los fondos de pensiones (que se mantienen estables en torno al 2% sobre el total), los activos de financiación inmobiliaria (que descienden del 5% al 0,5%) y las operaciones con patrocinadores (que eran el 8% en 1991 y desaparecen a partir de 2002).

Bibliografía

- Abrena, Matthew; Epstein, Gerald y Power, Dorothy (2003): *Trends in the rentier Income Share in OECD countries, 1960-2000*. PERI. Working Paper, nº 58. Amherst.
- Abrena, Matthew; Epstein, Gerald y Jayadev, Arjun (2007): *The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries*. PERI. Working Paper, nº 123. Amherst.
- Abreu, Marcelo de Paiva (2004): *Trade Liberalization and the Political Economy of Protection in Brazil since 1987*. BID. Working Paper SITI-08B. Buenos Aires.
- Afonso, Carlos A. y Souza, Herbert (1977): *O Estado e o Desenvolvimento Capitalista no Brasil: a Crise Fiscal*. Paz e Terra. Río de Janeiro.
- Aggarwal, Reena; Klapper, Leora y Wysocki, Peter (2005): "Portfolio preferences of foreign institutional investors". *Journal of Banking & Finance*, v. 29, nº 12, diciembre de 2005, p. 2919-2946.
- Aglietta, Michel (1998): *Le capitalisme de demain*. Notes de la Fondation Saint-Simon, 101. París.
- Aglietta, Michel (2001a): *Macroeconomie financiere, Finance, croissance et cycles (volumen I)*. La Decouverte. París.
- Aglietta, Michel (2001b): *Macroeconomie financiere, Crises financieres et regulation monetaire (volumen II)*. La Decouverte. París.
- Aglietta, Michel y Moatti, Sandra (2002): *El FMI. Del Orden Monetario a los Desórdenes Financieros*. Akal. Madrid.
- Aglietta, Michel y Reberieux, Antoine (2004): *Derives du capitalisme financier*. Albin Michel. París.
- Akyüz, Yilmaz y Cornford, Andrew (1999): *Capital Flows to Developing Countries and the Reform of the International Financial System*. UNCTAD. Discussion Papers nº 143.

- Albuquerque, Francisco (1981): *El Análisis Dialéctico Estructural de la Realidad Económica*. Galpa. Madrid.
- Alegre, Luis (2007): *Ciudadanía y Clase Social en El capital de Marx: el reconocimiento de una distancia teórica y no histórica entre mercado y capitalismo como condición necesaria para sacar a la luz la naturaleza de las leyes que constituyen la sociedad moderna*. Tesis Doctoral, Facultad de Filosofía, UCM. Madrid.
- Almeida, Julio Sergio G. y Novais, Luis Fernando (1989): *Financiamento e Desempenho Corrente das Empresas Privadas e Estatais*. Fundap. São Paulo.
- Álvarez Peralta, Nacho (2007): *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980 y 2006*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Álvarez Peralta, Nacho y Buendía, Luis (2009): "El ajuste salarial en EEUU en 1980-2007: ¿la excepción norteamericana?", en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 195-232. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Álvarez Peralta, Nacho y Medialdea, Bibiana (2005): "Ajuste neoliberal y pobreza salarial: los *working poor* en la UE". *Viento Sur*, nº 82, p. 56-64.
- Álvarez Peralta, Nacho y Medialdea, Bibiana (2008): *Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa*. ICEI. Working Paper nº 07/08. Madrid.
- Álvarez Peralta, Nacho y Medialdea, Bibiana (2009): "Financiarización, crisis económica y socialización de las pérdidas". *Viento Sur*, nº 100, p. 21-32.
- Alves, Antonio J., Paula, Luiz Fernando y Marques, Maria Beatriz (1999): "O Que Revela a Queda dos "Spreads" Bancários". *Gazeta Mercantil*, 22 de septiembre de 1999, A-3.
- Amin, Samir (1974): *La acumulación a escala mundial: crítica a la economía del desarrollo*. Siglo XXI. Madrid.
- Amsden, Alice H. (1992): "A theory of government intervention in late industrialization", en Putterman, Louis y Rueschemeyer, Dietrich (Ed.): *State in Market in Development. Synergy or rivalry*. Lynne Rienner. Boulder.
- Amsden, Alice H. (2001): *The Rise of "The Rest": Challenges to the West from late-Industrializing Economies*. Oxford University Press. Oxford.
- Anastásia, A. A. (1997): *Negociação Coletiva: uma nova mentalidade*. IPEA. Conjuntura e Análise, 6 de octubre de 1997. São Paulo.
- Andrezo, Andrea Fernandez y Lima, Iran Siqueira (2002): *Mercado Financeiro. Aspectos Históricos e Conceituais*. Thomson. São Paulo.
- Antunes, Ricardo y Silva, Maria A. de Moraes. (2004): *O Averso do Trabalho*. Expressão Popular. São Paulo.
- Anuatti-Neto, Francisco; Barossi-Filho, Milton; de Carvalho A. Gledson y Macedo, Roberto (2003): *Costs and Benefits of Privatization: Evidence from Brazil*. BID. Research Network Working Paper, R-455. Washington.

- Arestis, Philip (1992): *The postkeynesian approach to economics*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Arestis, Philip (2001): "Recent banking and financial crises: Minsky versus the financial liberalizationists", en Bellofiore, Riccardo y Ferri, Piero (Ed.): *Financial keynesianism and market instability: the legacy of Hyman Minsky*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Arrizabaló, Xabier (Ed.) (1997): *Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM*. Síntesis. Madrid.
- Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) (1995-2007): *Retrospectiva, (1994-2006)*. ANDIMA. Río de Janeiro.
- Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) (2001): *O Novo Perfil do Sistema Financeiro*. ANDIMA. Río de Janeiro.
- Averbug, André (1999): "Abertura e Integra Comercial Brasileira na Década de 90", en Giambiagi, Fabio y Moreira, Mauricio M. (Org.): *A Economia Brasileira nos Anos 90*, p. 43-82. BNDES. Río de Janeiro.
- Bacchetta, Philippe y Wincoop, Eric Van (1998): *Capital Flows to Emerging Markets: Liberalization, Overshooting, and Volatility*. NBER. Working paper nº 6.530. Cambridge.
- Bacha, Edmar L. y Chrysostomo, Luiz de O. (Org.) (2006): *Mercado de Capitais e Dívida Pública*. Contra Capa. Río de Janeiro.
- Baer, Mónica (1993): *O Rumo Perdido. A Crise Fiscal e Financiera do Estado Brasileiro*. Paz e Terra. São Paulo.
- Baer, Werner A. (1966): *A Industrialização e o Desenvolvimento Econômico do Brasil*. Fundação Getúlio Vargas. Río de Janeiro.
- Baer, Werner A. (1995): *A Economia Brasileira*. Nobel. São Paulo.
- Banco Central do Brasil (BCB) (1997): *Dívida Externa Brasileira. Processo Negocial. 1983-1996*. Banco Central do Brasil. Brasília.
- Banco Mundial (BM) (1987): *World Development Report*. BM. Washington.
- Banco Mundial (BM) (1992): *Adjustment lending and mobilization of private and public resources for growth*. BM. Washington.
- Banco Mundial (BM) (1996): *World Development Report*. BM. Washington.
- Banco Mundial (BM) (1999): *World Development Report*. BM dial. Washington.
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (2002): *Privatização no Brasil: 1990-94 / 1995-2002*. BNDES. Estudos Especiais. Río de Janeiro.
- Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) (2006): *Relatório de Atividades do PND-2005*. BNDES. Río de Janeiro.
- Baran, Paul A. (1961): *La economía política del crecimiento*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Barros, Jose R. y Almeida, Facundo (1997): *Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil*. Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica. Brasília.

- Bastos, Celso R. (2000): "Regime Jurídico dos Investimentos de Capital Estrangeiro". *Revista de Direito Constitucional e Internacional*, v. 8. nº 32, julio-septiembre de 2000.
- Baumann, Renato y Mussi, Carlos (1999): *Algunas Características de la Economía Brasileña desde la Adopción del Plan Real*. CEPAL. Serie Temas de Coyuntura, nº 5, septiembre de 1999. Santiago de Chile.
- Begué, Alberto (2001): *El Papel Económico del Estado y las Políticas de Privatización en el Brasil de los Años Noventa*. Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Belluzzo, Luiz Gonzaga y Almeida, Julio Gomes (2002): *Depois da Queda*. Civilização Brasileira. Río de Janeiro.
- Benjamin, Cesar; Alberti, Ari J.; Sader, Emir; Stédile, João P.; Albino, José; Camini, Lúcia; Basseigo, Luís; Greenhalgh, Luís E.; Sampaio, Plínio de A.; Gonçalves, Reinaldo y Araújo, Tânia B. (1998): *A Opção Brasileira*. Contraponto. Río de Janeiro.
- Bensaid, Daniel (2003): *Marx Intempestivo. Grandezas y miserias de una aventura crítica*. Herramienta. Buenos Aires.
- Bhaduri, Amit, Laski, Kazimierz y Riese, Martin (2006): "A model of interaction between the virtual and the real economy". *Metroeconomica*, nº 57, p. 412-427.
- Bhagwati, Jagdish N. (1998): "The Capital Myth: The difference between Trade in Widgets and Dollars". *Foreign Affairs*, v. 77, mayo-junio de 1998, p. 7-12.
- Biasoto Jr., Geraldo (1992): *Dívida Externa e Déficit Público*. IPEA. Brasília.
- Bielschowsky, Ricardo (1999): *Investimentos na Indústria Brasileira depois da Abertura e do Real: o Mini-Ciclo de Modernizações, 1995-1997*. CEPAL. Serie Reformas Económicas, nº 44, noviembre de 1999. Santiago de Chile.
- Bier, Amauri G.; Paulani, Leda y Messenberg, Roberto (1987): *O Heterodoxo e o Pós-moderno: o Cruzado em Conflito*. Paz e Terra. Río de Janeiro.
- Blaug, Mark (1968): *La teoría económica en retrospectiva*. Miral. Barcelona.
- Boito, Jr. Armando. (1999): *Política Neoliberal e Sindicalismo no Brasil*. Xamã. São Paulo.
- Bonelli, Regis (2002): *Labor Productivity in Brazil during the 1990's*. IPEA. Texto para Discussão nº 906, septiembre de 2002. Río de Janeiro.
- Bontempo, Hélio C. (1988): "Transferencias Externas e Financiamento do Governó Federal e Autoridades Monetarias". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 18, nº 1, p. 101-130.
- Bordo, Michael D., Mody, Ashoka y Oomes, Nienke (2004): *Keeping Capital Flowing: the Role of the IMF*. NBER. Working Paper nº 10.834. Cambridge.
- Borensztein, Eduardo, Eichengreen, Barry y Panizza, Ugo (2006): *Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities*. BID. Working Paper nº 558. Washington.
- Boughton, James M. (2001): *The Silent Revolution. The International Monetary Fund, 1979-1989*. FMI. Washington.

- Boyer, Robert (1998): *Le politique a l'ere de la mondialisation et de la finance: le point sur quelques recherches regulationnistes*. CEPREMAP. París.
- Boyer, Robert (1999): "Dos desafíos para el S. XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización". *Revista de la CEPAL*, nº 69, diciembre de 1999.
- Boyer, Robert (2000): "Is a financial-led growth regime a viable alternative to Fordism? A Preliminary Analysis". *Economy and Society*, v. 29, nº 1, febrero de 2000.
- Boyer, Robert (2001): *Du rapport salarial fordiste a la diversite des relations salariales*. CEPREMAP. Working Papers (Couverture Orange), nº 0114. París.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1981): "A Inflação no Capitalismo de Estado (e a experiencia brasileira recente)". *Revista de Economia Política*, v. 1, nº 2, abril-junio de 1981.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1986): *Economía Brasileira. Uma Introdução Crítica*. Editora Brasiliense. São Paulo.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1991): *A Crise do Estado*. Nobel. São Paulo.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (1999): "A Turning Point in the Debt Crisis: Brazil, the US Treasury and the World Bank". *Revista de Economia Política*, v. 19, nº 2(74), p. 103-130.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2003a): "Brazil's Quasi-Stagnation and the Growth *cum* Foreign Saving Strategy". *International Journal of Political Economy*, v. 32, nº 4, invierno de 2002-2003, p. 76-102.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2003b): "O Segundo Consenso de Washington e a Quase-Estagnação da Economia Brasileira". *Revista de Economia Política*, v. 23, nº 3(91), julio-septiembre de 2003, p. 3-33.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2003c): *Desenvolvimento e Crise no Brasil*. Editora 34. São Paulo.
- Bresse- Pereira, Luiz Carlos (2005): *Crítica do Crescimento com Poupança Externa*. Escola de Economia de São Paulo. Textos para Discussão nº 145. São Paulo.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2007): *Macroeconomia da Estagnação*. Editora 34. São Paulo.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos y Nakano, Yoshiaki (1983): *Fatores Aceleradores, Mantenedores e Sancionadores da Inflação*. Encontro Anual de Anpec, Belém, diciembre de 1983.
- Bresser Pereira, Luiz Carlos y Nakano, Yoshiaki (1991): *Inflação e Recessão: a Teoria da Inercia Inflacionária*. Brasiliense. São Paulo.
- Brunhoff, Suzanne de (1975): *La oferta de moneda: crítica de un concepto*. Tiempo Contemporáneo. Buenos Aires.
- Brunhoff, Suzanne de (1976): *La monnaie chez Marx*, Editions Sociales. París.
- Bruno, Miguel (2005): *Croissance Économique, Changements Structurels et Distribution: les transformation du régime d'accumulation au Brésil - une analyse regulationnista*. Tesis Doctoral, EHESS-IE/UFRJ. París / Río de Janeiro.

- Bruno, Miguel (2007a): "Financiaritasion et Accumulation du Capital Productif au Brésil". *Revue Tiers Monde*, nº 189, enero-marzo de 2007, p. 65-92.
- Bruno, Miguel (2007b): *Transição Demográfica e Regime de Acumulação Financeirizado no Brasil: "Bônus" ou "Ônus" para a Previdência Social?*. Centro de Estudos Sindicais e de Economia do Trabalho. Carta Social e do Trabalho, nº 7, septiembre-diciembre de 2007.
- Bruno, Miguel (2008): "Régulation et Croissance Économique au Brésil après la libéralisation: un régime d'accumulation bloqué par la finance". *Revue de la Régulation. Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, v. 3, nº 4.
- Bruno, Miguel y Caffé, Ricardo (2006): "Regime de Acumulação a Dominante Financeira no Brasil: um análise regulacionista do período de liberalização", en McDonough, Terrence; Reich, M.; Kotz, David M. y Gonzalez-Perez, Maria A. (Eds.): *Growth and Crisis, Social Structure of Accumulation Theory and Analysis*. p. 316-363. CISC-SSRC-National University of Ireland. Galway.
- Bustelo, Pablo (1998): *Teorías Contemporáneas del Desarrollo Económico*. Síntesis. Madrid.
- Bustelo, Pablo (2007): "Progreso y alcance de la globalización financiera: Un análisis empírico del periodo 1986-2004". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española*, nº 2.922.
- Camdessus, Michel (1995): "The IMF and the Challenges of Globalization. The Fund's Evolving Approach to its Constant Mission: The Case of Mexico". Discurso en *Zurich Economics Society* el 14 de noviembre de 1995. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/sec/mds/1995/mds9517.htm>.
- Camdessus, Michel (1997): "Toward a Second Generation of Structural Reform in Latin America". Discurso en *National Bank Convention* en Buenos Aires el 21 de mayo de 1997. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1997/mds9706.htm>.
- Camdessus, Michel (1998a): "Capital Account Liberalization and the Role of the Fund". Intervención en *IMF Seminar on Capital Account Liberalization* en Washington el 9 de marzo de 1998. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/030998.htm>.
- Camdessus, Michel (1998b): "Crisis in Emerging Market Economies: the Road to Recovery". Discurso en el *European-American Business Council* en Nueva York el 15 de septiembre de 1. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/091598.htm>.
- Camdessus, Michel (1999a): "Looking Beyond Today's Financial Crisis: Moving forward with international financial reform". Discurso en *Foreign Policy Association* en Nueva York el 24 de febrero de 1999. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/022499.htm>.
- Camdessus, Michel (1999b): "Governments and Economic Development in a Globalized World". Discurso en el *32º International General Meeting of the Pacific Basin Economic Council* en Hong Kong el 17 de mayo de 1999. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/051799.htm>.

- Camdessus, Michel (1999c): "Las perspectivas económicas para las Américas en el contexto de una nueva arquitectura financiera". Discurso en la *Conferencia de Montreal Montreal* el 21 de junio de 1999. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/060299s.htm>.
- Campelo Jr., Aloisio (2007): "Uma Rentabilidade Recorde". *Conjuntura Econômica*, v. 6, nº 8, agosto de 2007, p. 68-70.
- Cardoso Jr., Jose Celso (2001): *Crise e Desregulação do Trabalho no Brasil*. IPEA. Texto para Discussão nº 814, agosto de 2001. Río de Janeiro.
- Cardoso, Fernando. H. y Faletto, Enzo (1971): *Dependencia y desarrollo en América Latina*. Siglo XXI. México.
- Carneiro, Ricardo (1999): "Globalização Financeira e Inserção Periférica". *Economia e Sociedade*, nº 3, diciembre de 1999, p. 57-92.
- Carneiro, Ricardo (2002): *Desenvolvimento em Crise. A Economia Brasileira no Último Quarto do Século XX*. Editora UNESP. São Paulo.
- Carneiro, Ricardo (Org.) (2006): *A Supremacia dos Mercados e a Política Econômica do Governo Lula*. Editora UNESP. São Paulo.
- Carvalho, Carlos E. (2007): "Dívida Pública: politizar o problema para derrotar a dominância dos credores", en Sicsú, João (Org): *Arrecadação (de onde vem) e Gastos Públicos (para onde vão?)*, p. 99-110. Boitempo. São Paulo.
- Carvalho Sousa, Marco Antonio (2001): *Privatização, Dívida e Déficit Públicos no Brasil*. IPEA. Texto para Discussão, nº 847, noviembre de 2001. Río de Janeiro.
- Carvalho, Fernando J. C. (2000a): "The Changing Role and Strategies of the IMF and the Perspectives for the Emerging Countries". *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 20, nº 1 (77), enero-marzo de 2000, p. 3-17.
- Carvalho, Fernando J. C. (2000b): "New Competitive Strategies of Foreigns Banks in Large Emerging Economics". *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, nº 213, julio de 2000.
- Carvalho, Laura B. y Kupfer, David A. (2007): *Transição Estrutural da Indústria Brasileira da Diversificação para a Especialização*. Anais do XXXV Encontro Nacional de Economia da ANPEC 2007. Recife.
- Castelar, Armando (1999): "Privatizações no Brasil: Por que? Até onde? Até quando?", en Moreira, Murício y Giambiagi, Fabio (Org.): *A Economia Brasileira nos Anos 90s*. BNDES. Río de Janeiro.
- Castelar, Armando (2000): *A Experiência Brasileira de Privatização: o que vem a seguir?* BNDES. Texto para Discussão, nº 87, noviembre de 2000. Río de Janeiro
- Castelar, Armando; Giambiagi, Fabio y Moreira, Maurício (2001): *O Brasil na Década de 90: uma Transição Bem-Sucedida?*. IPEA. Texto para Discussão, nº 91, noviembre de 2001. Río de Janeiro.
- Castro, Antônio de B. y Souza, Francisco E. P. A. (1988): *Economia Brasileira em Marcha Forçada*. Paz e Terra. Río de Janeiro.

- Castro, Carlos y Lessa, Carlos (1970): *Introducción a la Economía: Enfoque Estructuralista*. Siglo XXI. México.
- Cauduro, A. (2004): *Valores e Significados do Consumo de Produtos de Luxo*. Tesina de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre.
- Celso Jr., José (2001): *Crise e Desregulação do Trabalho no Brasil*. IPEA. Texto para Discussão nº 814.
- Chesnais, François (2001): *La mundialización financiera: génesis, costos y desafíos*. Losada. Buenos Aires.
- Chesnais, François y Plihon, Dominique (2003): *Las trampas de las finanzas mundiales: diagnósticos y remedios*. Akal. Madrid.
- Chick, Victoria (1988): "Sources of Finance, Recent Changes in Bank Behaviour and the Theory of Investment and Interest", en Arestis, Philip (Ed.): *Contemporary Issues in Money and Banking*, p. 30-48. Mac Millan. Londres.
- Chick, Victoria (1993): "The Evolution of the Banking System and the Theory of Monetary Policy", en Frowen, Stephen F. (Ed.): *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, p. 79-92. Macmillan. Londres.
- Cioffi, John W. y Höpner, Martin (2006): "The Political Paradox of Finance Capitalism: Interest, Preferences, and Center-Left Party Politics in Corporate Governance Reform". *Politics & Society*, v. 34, nº 4, diciembre de 2006, p. 463-502.
- Clark, John (1994): "Debt Reduction and Market Reentry under the Brady Plan". *Quarterly Review*, v. 18, nº 4, invierno 1993-1994.
- Clévenot, Mickaël y Mazier, Jacques (2005): *Investment and rate of profit in a financial context: The French case*. University Paris-Nord, UMR nº 7115. París.
- Collier, Paul and Gunning, Jan Willem (1999): "The IMF's Role in Structural Adjustment". *The Economic Journal*, nº 109, p. 634-651.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2004): *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe 2003*. CEPAL. Santiago de Chile.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2005): *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe 2004*. CEPAL. Santiago de Chile.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (Ed.) (1998): *Cincuenta Años de Pensamiento en la CEPAL: textos seleccionados*. Fondo de Cultura Económica. Santiago de Chile.
- Crotty, James (2000): *Structural Contradictions of the Global Neoliberal Regime*. Ponencia presentada en el congreso "Neoliberalism: Theory and Practice," organizado por *Union for Radical Political Economics* y *Allied Social Science Association* en Boston el 7-9 de enero de 2000.
- Crotty, James (2005): "The Neoliberal Paradox: the impact of destructive product market competition and <<modern>> financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era", en Epstein, Gerald A. (Ed.): *Financialization and the World Economy*, p. 77-110. Edward Elgar. Cheltenham.

- Crotty, James (2007): *If Financial Market Competition is so Intense, Why are Financial Firm profits so High? Reflection on the Current "Golden Age" of Finance*. PERI. Working Paper nº 134, abril de 2007. Amherst.
- Cunha, André y Prates, Daniela (1999): "A Instabilidade Financeira nos Anos 90: Implicações Para as Economias Capitalistas Periféricas". *Análise Econômica*, v. 13, nº 32, p. 7-30.
- Davidson, Paul (1978): *Money and the Real World*. Mac Millan. Londres.
- Davidson, Paul (2002): "Keynes versus Kalecki: responses to Lopez and Kriesler". *Journal of Postkeynesian Economics*, v. 24, nº 2, p. 631-642.
- Dean, Warren (1971): *A Industrialização de São Paulo, 1880-1945*. Difel. São Paulo.
- Delfim Netto, Antônio (1966): *O Problema do Café no Brasil*. IPE-USP. São Paulo.
- Demir, Firat (2007): "The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries". *Review of Radical Political Economics*, v. 39, nº 3, p. 351-359.
- Demir, Firat (2008): *Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sector in Emerging Markets*. 2008. MPRA Papers. Munich Personal Repec Archive.
- Departamento del Tesoro de EEUU (1999): *Report on IMF Reforms. Report to Congress*. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.ustreas.gov/press/releases/docs/imfrefor.pdf>.
- Desai, Meghnad (1989): *El monetarismo a prueba*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Dew-Becker, Ian y Gordon, Robert J. (2005): *Where did the Productivity Growth Go? Inflation Dynamics and the Distribution of Income*. Ponencia presentada en el 81º Encuentro de "Brookings Panel on Economic Activity", en Washington el 8-9 de septiembre de 2005.
- Diawara, Hawa (2006): "The Logic of Financial Crises in a Finance-led Regime of Accumulation: the brazilian specific case ", en McDonough, Terrence; Reich, M.; Kotz, David M. y Gonzalez-Perez, Maria A. (Eds.): *Growth and Crisis, Social Structure of Accumulation Theory and Analysis*. p. 288-315. CISC-SSRC-National University of Ireland. Galway.
- Dos Santos Pinto, Thiago Luis (2007): *Evolução das Taxas de Administração dos Fundos de Investimento no Brasil*. Tesis de Mestrado presentada en Universidad Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Río de Janeiro.
- Dos Santos, Theotonio (1994): *Evolução Histórica do Brasil. Da Colonia á Crise da "Nova República"*. Vozes. Petrópolis.
- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique (2000): *Crise et sortie de crise: ordre et desordres néolibéraux*. Presses Universitaires de France. París.
- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique (2004): *Capital Resurgent: roots of the neoliberal revolution*. Harvard University Press. Cambridge.

- Duménil, Gérard y Lévy, Dominique (2005): "Costs and Benefits of Capitalism: a class analysis" en Epstein, Gerald A. (Ed.): *Financialization and the World Economy*, p. 17-45. Edward Elgar. Cheltenham.
- Dutt, Amitava K. (2006): "Maturity, stagnation and consumer debt: a Stendlian approach". *Metroeconomica*, nº 57, p. 339-364.
- Dymski Gary A. (1992): "A <<new view>> of the Role of Banking Firms in Keynesian Monetary Theory" *Journal of Post Keynesian Economics*, nº 14.
- Dymski Gary A. (1988): "A Keynesian model of bank behavior". *Journal of Post Keynesian Economics*, nº 10, p. 499 – 526.
- Eatwell, John y Taylor, Lance (2000): *Global Finance at Risk*. The New Press. Nueva York.
- Edwards, Sebastian (1995): *Crisis and Reform in Latin America: from despair to hope*. BM-Oxford University Press. Washington.
- Eichengreen, Barry (2001): "Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?". *World Bank Review*, v. 15, nº 3.
- Eichengreen, Barry y Leblang, David (2002): Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right? NBER. Documento de Trabajo nº 9.427. Cambridge.
- Eichengreen, Barry; Kletzer, Kenneth y Mody, Ashoka (2005): *The IMF in a World of Private Capital Markets*. NBER. Working paper nº 11.198. Cambridge.
- Epstein, Gerald A. (Ed.) (2005): *Financialization and the World Economy*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Febrero, Eladio (2001). *El circuito monetario*. Universidad de Castilla la Mancha, facultad de CC. Económicas y Empresariales. Documento de Trabajo, serie 1, nº 10.
- Feldstein, Martin (2002): *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies: overview of prevention and management*. NBER. Working Paper nº 8.837. Cambridge.
- Felix, David (2003): *The Past as Future? The Contribution of Financial Globalization to the Current Crisis of Neo-Liberalism as a Developing Strategy*. PERI. Working Paper nº 69, enero de 2003. Amherst.
- Fenafisco (2009): "Só os trabalhadores pagam impostos no Brasil". *Cadernos Fenafisco*, nº 1.
- Fernández Liria, Carlos (1998): *El Materialismo*. Síntesis. Madrid.
- Feu, Aumara (2004): "Evaluation of Capital Productivity in Brazil in the XX Century". *Economy & Energy*, nº 23, abril-mayo de 2004.
- Fundação Getúlio Vargas (FGV) (2007): *Cojuntura Econômica*, v. 61, nº 8, agosto de 2007.
- Fiori, José Luis (1992): "Economía Política del Estado Desarrollista en Brasil". *Revista de la CEPAL*, nº 47, agosto de 1992, p. 187-201.
- Fischer, Stanley (1997): "Applied economics in action: IMF programs". *American Economic Review*, v. 87, nº 2.

- Fischer, Stanley (1999a): "The Financial Crisis in Emerging Markets: Some Lessons". Discurso en la *Conferencia del Economic Strategy Institute* en Nueva York el 28 de abril de 1999. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.imf.org/external/np/speeches/1999/042899.htm>.
- Fischer, Stanley (1999b): "Reforming the International Financial System". *The Economic Journal*, nº 109, noviembre de 1999, p. 557-576.
- Fisher, Irving (1911): *The purchasing power of money*. Edición de 1963. Augustus M. Kelley. Nueva York.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1999): *World Economic Outlook*. FMI. Washington.
- Freitas, M^a Cristina (1999): "Abertura do Sistema Bancário Brasileiro ao Capital Estrangeiro", en Freitas, M^a C. (Org.): *Abertura do Sistema Financeiro no Brasil nos Anos 90*. Edições Fundap. São Paulo.
- Freitas, M^a Cristina y Prates, Daniela (2001): "A Abertura Financeira no Governo FHC: impactos e conseqüências". *Economia e Sociedade*, nº. 17, diciembre de 2001, p. 81-111.
- Friedman, Milton (1969): *The optimal quantity of money and other essays*. Aldine. Chicago.
- Froud, Julie; Haslam, Colin; Johal, Sukhdev y Williams, Karel (2000): "Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves". *Economy and Society*, v. 29, nº 1, febrero de 2000, p. 80-110.
- Froud, Julie; Haslam, Colin; Johal, Sukhdev y Williams, Karel (2001): "Financialisation and the Coupon Pool". *Gestão & Produção*, v. 8, nº 3, diciembre de 2001, p. 271-288.
- Frown, Stephen F. (Ed.): *Monetary Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990s*, p. 79-92. Mac Millan. Londres.
- Furtado, Celso (1959): *Formação Económica do Brasil*. Fundo de Cultura. Río de Janeiro.
- Furtado, Celso (1965): *Dialéctica del desarrollo: diagnóstico de la crisis del Brasil*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Furtado, Celso (1969): *Desarrollo y subdesarrollo*. Editorial Universitaria de Buenos Aires. Buenos Aires.
- Furtado, Celso (1975): *Análise do "Modelo" Brasileiro*. Civilização Brasileira. São Paulo.
- Gaiger, Fernando; Mendes, Luciana; Menezes, Tatiane y Piola, Sérgio F. (Eds.) (2007): *Gasto e Consumo das Famílias Brasileiras Contemporâneas*. IPEA. Brasília.
- García Fernández-Muro, Clara (2002): *Entradas de capital, gestión macroeconómica y crisis financieras en economías emergentes: Tailandia, Malasia e Indonesia, (1987-1997)*. Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- García, Carmen (2007): *Indústria e Capital Estrangeiro no Brasil do pós-guerra aos anos 2000*. Tesis Doctoral, Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ). Río de Janeiro.
- Giambiagi, Fabio y Além, Aana C. (2001): *Finanças Públicas. Teoría e Prática no Brasil*. Elsevier. São Paulo.

- Giambiagi, Fabio; Villela, André; Barros de Castro, Lavínia y Hermann, Jennifer (Org.) (2005): *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Campus. Río de Janeiro.
- Gill, Louis (1996): *Fundamentos y límites del capitalismo*. Edición de 2002. Trotta. Madrid.
- Goldfajn, Ilian; Hennings, Katherine; y Mori, Hélio (2003): *Brazil's Financial System: Resilience to Shocks, No Currency Substitution, But Struggling to Promote Growth*. BCB. Working Paper nº 75. Brasilia.
- Gonçalves, Reinaldo (1999): *Globalização e Desnacionalização*. Paz e Terra. São Paulo.
- Gonçalves, Reinaldo y Pomar, Valter (2000): *O Brasil Endividado*. Editora Fundação Perseu Abramo. São Paulo.
- Gonçalves, Reinaldo y Pomar, Valter (2002): *A Armadilha da Dívida*. Editora Fundação Perseu Abramo. São Paulo.
- González Soriano, Jaime (2008): *Los Procesos de Privatización en Reino Unido en el período 1979-1997*. Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Gregorio, José de (2002): *Macroeconomic Management in Emerging Economies and the International Financial Architecture*. Centro de Economía Aplicada, Universidad de Chile. Working Paper nº 130.
- Gremaud, Armaury P.; Sandoval de Vasconcellos, Marco A. y Toneto Jr. Rudinei (2002): *Economia Brasileira Contemporânea*. Atlas. São Paulo.
- Griffin, Keith (1989): *Alternative Strategies for Economic Development*. MacMillan Press. Londres.
- Guzmán, Gabriel (1976): *El desarrollo latinoamericano y la CEPAL*. Planeta. Barcelona.
- Hein, Eckhard (2008): *Shareholder value orientation, distribution and growth-short and medium-run effects in a Kaleckian model*. Vienna University of Economics & B.A. Department of Economics Working Paper Series, nº 120, marzo de 2008.
- Heinrich, Michael (2008): *Critica de la economía política. Una Introducción a 'El capital' de Marx*. Escolar y Mayo. Madrid.
- Helleiner, Gerald K. (Ed.) (1998): *Capital accounts regimes and the developing world*. Palgrave Mac Millan.
- Hilferding, Rudolf (1910): *El Capital Financiero*. Edición de 1973. Tecnos. Madrid.
- Hobson, John A. (1902): *Estudio del Imperialismo*. Edición de 1981. Alianza. Madrid.
- Husson, Michel (1997): "Contre le fétichisme de la finance". *Critique communiste*, nº 149.
- Husson Michel (2002): "Après la nouvelle économie". *Variations*, nº 3.
- Husson, Michel (2006): "Finance, hyper-concurrence et reproduction du capital", en Brunhoff, Suzanne et al.: *La finance capitaliste*. Séminaire d'Études Marxistes-Actuel Marx. PUF. París.
- Husson, Michel (2008a): *Le capitalisme toxique*. IRES. París.
- Husson, Michel (2008b): *Un pur capitalisme*. Page Deux. Lausanne.

- Husson, Michel (2008c): *La subida tendencial de la tasa de explotación*. Publicado en la web de *Viento Sur*, extraído el 10 de mayo de 2008 de <http://www.vientosur.info/documentos/Husson.pdf>.
- Ianni, Octávio (1996): *Estado e Planejamento Econômico no Brasil*. Civilização Brasileira. Río de Janeiro.
- Ianni, Octávio (1978): *O Colapso do Populismo no Brasil*. Civilização Brasileira. Río de Janeiro.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (1990): *Estatísticas Históricas do Brasil: séries econômicas, demográficas e sociais de 1550 a 1988*. IBGE. Río de Janeiro.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (2003): *Estatísticas do Século XX*. IBGE, Centro de Documentação e Disseminação de Informações.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (ANDIMA) (1997): *Sistema Financeiro, uma Análise a partir das Contas Nacionais 1990 – 1995*. IBGE. Río de Janeiro.
- Instituto de Estudios para o Desenvolvimento Industrial (IEDI) (2007): *Desindustrialização e os Dilemas do Crescimento Econômico Recente*. Estudos IEDI, mayo de 2008.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) (2002): *Boletim de Conjuntura nº 58*. IPEA. Río de Janeiro.
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA) (2008): *Justiça Tributária. Inequidades e Desafios*. IPEA. 2008. Río de Janeiro.
- Jeffers, Esther y Plihon, Dominique (2001): Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises. *Revue d'Économie Financière*, nº 63.
- Junqueira, Juliano A. y Alves, Luciana S. (2007): "Restrições de Crédito e Decisões Intra-Familiares", *Revista Brasileira de Economia*, v. 6, nº 2, p. 201-229.
- Kalecki, Michal (1977): *Ensayos escogidos sobre dinámica de la economía capitalista, 1933-1970*. Fondo de Cultura Económica. México.
- King, John E. (2009): *Historia de la economía postkeynesiana desde 1936*. Akal. Madrid.
- Konder, Leandro (2003): *História das idéias Socialistas no Brasil*. Expressão Popular. São Paulo.
- Kregel, Jan A. (1992): "Minsky's two-price theory of financial instability and monetary policy", en Fazzari, Steven y Papadimitriou, Dimitri (Ed.): *Financial conditions and macroeconomic performance*. M. E. Sharpe. Nueva York.
- Kregel, Jan A. (2001): "Yes, "it" did happen again- The Minsky crisis in Asia", en Bellofiore, Riccardo y Ferri, Piero (Ed.): *Financial keynesianism and market instability: the legacy of Hyman Minsky*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Kregel, Jan A. (2004): "Can we create a stable international financial environment that ensures net resource transfers to developing countries?". *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 26, nº 4, p. 573-590.

- Krippner, Greta R. (2005): "The Financialization of the American economy". *Socio-Economic Review*, v. 3, mayo de 2005, p. 173-208.
- Krugman, Paul (1995): "Dutch Tulips and Emerging Markets". *Foreign Affairs*, vo. 74, n° 4, p. 28-44.
- Lacerda, Antônio C. (Org.) (2000): *Desnacionalização. Mitos, Riscos e Desafios*. Contexto. São Paulo.
- Lacerda, Antônio C. (2001): *O Brasil na Contramão. Reflexões sobre o Plano Real, Política Econômica e Globalização*. Saraiva. São Paulo.
- Lall, Sanjaya (1994): "The East Asian miracle: Does the bell toll for industrial strategy?" *World Development*, v. 22, n° 4, abril de 1994, p. 645-654.
- Langoni, Carlos (1973): *Distribuição de Renda e Desenvolvimento Econômico do Brasil*. Expressão e Cultura. Rio de Janeiro.
- Lapavistas, Costas (2000): "Money and the analysis of capitalism". *Review of Radical Political Economics*, v. 32, n° 4.
- Lavoie, Marc (1984): "The endogenous flow of credit and the postkeynesian theory of money". *Journal of Economic Issues*, v. 18, n° 3.
- Lavoie, Marc (2002): A post-Keynesian alternative to the new consensus on monetary policy. Ponencia presentada en el congreso "ADEK Conference" organizado por *CEMF Université de Bourgogne* en Dijon el 14-16 de noviembre de 2002.
- Lavoie, Marc (2005): *La Economía Postkeynesiana: un antídoto contra el pensamiento único*. Icaria. Barcelona
- Lavoie, Marc (2006): "El dinero endógeno en un cuadro teórico y contable coherente", en Piégay, Pierre y Rochon, Louise-Philippe (Org.): *Teorías monetarias postkeynesianas*, p. 134-149. Akal. Madrid.
- Lazonick, William y O'Sullivan, Mary (2000): "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance". *Economy and Society*, v.29, n° 1, febrero de 2000.
- Leal, Ricardo y Carvalhal da Silva, Andre (2006): *The Development of the Brazilian Bond Market*. PUC. Rio de Janeiro.
- Lenin, Vladimir I. (1902): *El imperialismo, fase superior del capitalismo*. Edición de 1974. Fundamentos. Madrid.
- Lessa, Carlos (1998): *A Estratégia de Desenvolvimento, 1974/76: sonho e fracasso*. Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas. Campinas.
- Lessa, Carlos (2005) (Org.): *Enciclopédia da Brasilidade: auto-estima em verde e amarelo*. BNDES. Rio de Janeiro.
- Little, Ian M. D. (1982): *Economic Development: Theory, Policy and International Relations*. Twenty Century Fund. Basis Book Publisher. Nueva York.
- Luquet, Mara (2007): *Guia Valor Econômico de Finanças Pessoais*. Globo. São Paulo.
- Maddison, Angus (2002): *La Economía Mundial. Una perspectiva Milenaria*. Ediciones Mundi-Prensa, OCDE. Madrid.

- Magdoff, Harry y Sweezy, Paul M. (1972): *The Dynamics of US Capitalism*. Monthly Review Press.
- Malaguti, Manoel L. (2001): *Crítica a Razão Informal: a Imaterialidade do Asalariado*. Boitempo. São Paulo.
- Mandel, Ernest (1972): *El Capitalismo Tardío*. Ediciones Era. México.
- Marques, Rosa Maria y Rego, José Márcio (Eds.) (2003): *Economia Brasileira*. Saraiva. São Paulo.
- Marquetti, Adalmir (2003): *Nota Metodológica sobre as Informações Estatísticas Utilizadas na Análise do Padrão de Progresso Técnico na Economia Brasileira, 1950-1980*. Instituto de Economia/PUC-RS. Rio Grande do Sul.
- Martínez Marzoa, Felipe (1983): *La filosofía de "El Capital" de Marx*. Taurus. Madrid.
- Martínez González-Tablas, Ángel (2007): *Economía política mundial. T. I, Las Fuerzas Estructurantes*. Ariel. Barcelona.
- Martínez González-Tablas, Ángel y Medialdea, Bibiana (2001): "Reflexión crítica sobre la globalización financiera". *EKONOMIAZ*, nº 48, p. 58-91.
- Marx, Karl (1867): *El Capital*. Edición de 1976. Siglo XXI. México.
- Mateo Tomé, Juan Pablo (2009): "La doble fuga del excedente en Venezuela", en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 111-138. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Mattos, B. Marcelo (2003): *O Sindicalismo Brasileiro após 1930*. Jorge Zahar Editor. Río de Janeiro.
- Mattoso, Jorge (1999): *O Brasil Desempregado*. Fundação Perseu Abramo. São Paulo.
- MB Associados (2000): *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. Bovespa. São Paulo.
- MCF Consultoria & Conhecimento y Gfk Indicator (2009). *O Mercado de Luxo no Brasil, ano II*. Mimeo.
- Medialdea, Bibiana (2003): *Inestabilidad financiera en las economías latinoamericanas durante los años noventa: el caso de Brasil*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Medialdea, Bibiana (2009): "Ajuste salarial en Brasil: 1994-2007", en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 81-110. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Miles, William (1999): "Securitization, Liquidity and the Brady Plan". *North American Journal of Economics and Finance*, nº 10, p. 423-442.
- Minella, Ary (1995): "El Discurso Empresarial en Brasil: tienen la palabra los señores banqueros". *Revista Mexicana de Sociología*, v. 57, n4, 4, p. 95-134.
- Minsky, Hyman (1982): *Can "it" happen again?* M. E. Sharpe. Armonk.
- Minsky, Hyman (1986): *Stabilizing an unstable economy*. Yale University Press. New Haven.

- Minsky, Hyman (1992): *The financial instability hypothesis*. The Jerome Levy Economics Institute. Working paper nº 74.
- Minsky, Hyman (1993): *Finance and stability: the limits of capitalism*. The Jerome Levy Economics Institute. Working paper nº 93.
- Mishkin, Frederic S. (2001) Marco de análisis, hechos e implicaciones de la inestabilidad financiera mundial. *EKONOMIAZ*, nº 48, 12-37.
- Molero, Ricardo (2008): *Análisis Epistemológico del Surgimiento de la Economía del Desarrollo en la Historia del Pensamiento Económico. Una Crítica Postdesarrollista*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Molero, Ricardo (2009): "Bolivia 1985-2005: Dependencia, crisis, ajuste y salario" en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 139-166. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Montanyà, Miguel (2009): "Crisis financiera y ajuste salarial en Argentina", en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 53-80. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Moore, Basil J. (1986): "How credit drives the money supply: the significance of institutional developments". *Journal of Economic Issues*, v. 20, nº 2, p. 445-452.
- Moore, Basil J. (1988): *Horizontalists and Verticalist: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Moore, Basil J. (2006): "La endogeneidad de la oferta de dinero: ¿se fija el <<precio>> o la <<cantidad>> de reservas?", en Piégay, Pierre y Rochon, Louise-Philippe (Org.): *Teorías monetarias postkeynesianas*, p. 46-54. Akal. Madrid.
- Morais, José Mauro (2005): *Crédito Bancário no Brasil: Participação das Pequenas Empresas e Condições de Acesso*. CEPAL. Serie Desarrollo Productivo, nº 168, noviembre de 2005. Santiago de Chile.
- Moreira Cunha, André y Bichara da Silva, Julimar (2009): *El Sistema Financiero Brasileño: Transformaciones Recientes y Desafíos. 2009*. Madrid, Instituto Universitario de Investigación Ortega y Gasset. Boletín Brasil. Centro de Estudios Brasileños Ortega y Gasset.
- Moreira, Maurício y Correa, Paulo Guilherme (1996): *Abertura Comercial e Indústria: o que se pode esperar e o que se vem obtendo*. IPEA. Texto para Discussão nº 49. Río de Janeiro.
- Moreira, Maurício y Puga, Fernando (2000): *Como a Indústria Financia o seu Crescimento: um análise do Brasil pos-Plano Real*. BNDES. Texto para Discussão, nº 84, octubre de 2000. Río de Janeiro.
- Movimento dos Trabalhadores Rurais Sem Terra (MST) (2002): *A História da Luta pela Terra e o MST*. Expressão Popular. São Paulo.
- Naredo, José Manuel (1987): *La economía en evolución. Historia y perspectivas de las categorías básicas del pensamiento económico*. S. XXI. Madrid.
- Nascimento, Marcelo (2007): "Queda no Custo Financeiro de Empresas abertas deve continuar". *Visão de Desenvolvimento*, nº 8, 8 de octubre de 2007.

- Nogueira Batista, Paulo (1983): *Mito e Realidade da Dívida Externa Brasileira*. Paz e Terra. Río de Janeiro.
- Nogueira Batista, Paulo (1988): *Da Crise Internacional à Moratória Brasileira*. Paz e Terra. Río de Janeiro.
- Nurkse, Ragnar (1955): *Problemas de formación de capital en los países insuficientemente desarrollados*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Organización Internacional del Trabajo (OIT) (2007): *Panorama Laboral 2006*. OIT. Ginebra.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) (1995): *La transformación de la gestión pública. Las reformas en los países de la OCDE*. Ministerio de Trabajo. Madrid.
- Olivié, Iliana (2004): *Globalización Financiera y Crisis en Economías Emergentes: análisis teórico y estudio de los casos de México (1994) y Corea del Sur (1997)*. Tesis Doctoral, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.
- Onaran, Özlem (2005a): *Life After Crisis For Labor And Capital in the Era of Neoliberal Globalization*. Vienna University of Economics and Business Administration. Working Papers Series "Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness" nº 43. Viena.
- Onaran, Özlem (2005b): *Distribution and Globalization: A Wage Bargaining Model*. Vienna University of Economics and Business Administration. Working Papers Series "Growth and Employment in Europe: Sustainability and Competitiveness" nº 48. Viena.
- Ontiveros, Emilio (1997): *Sin Orden ni Concierto. Medios Siglo de Relaciones Monetarias Internacionales*. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid.
- Orhangazi, Özgür (2007): *Financialization and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: a Theoretical and Empirical Investigation of the U.S. Economy: 1973-2003*. PERI. Working Paper nº 149, octubre de 2007. Amherst.
- Orléan, André (1999): *Le Pouvoir de la Finance*. Odile Jacob. París.
- Palazuelos, Enrique (1990): *Dinámica capitalista y crisis actual: quiebra del modelo de acumulación de postguerra*. Akal. Madrid.
- Palazuelos, Enrique (1998): *La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*. Síntesis. Madrid.
- Palazuelos, Enrique (2000): *Contenido y método de la economía. El análisis de la economía mundial*. Akal. Madrid.
- Palazuelos, Enrique y Fernández, Rafael (2007): "La Tasa de Beneficio en la Dinámica Económica de los Países Europeos, 1984-2003". *Estudios de Economía Aplicada*, v. 25, nº 3, p. 901-926.
- Palazuelos, Enrique y Fernández, Rafael (2009): "Demand, employment and labour productivity in the European economies". *Structural Change and Economics Dynamics*, v. 20, nº 1, marzo de 2009, p. 1-15.
- Palazuelos, Enrique y Vara, M^a Jesús (2008): *Flujos Financieros Internacionales*. Material Docente. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.

- Palley, Thomas I. (1991): "The endogenous money supply: consensus and dissent". *Journal of Postkeynesian Economics*, v. 13, primavera de 1991.
- Palley, Thomas I. (1994): "Debt, aggregate demand and the business cycle: an analysis in the spirit of Minsky and Kaldor". *Journal of Postkeynesian Economics*, nº 16, primavera de 1994, p. 371-390.
- Palley, Thomas I. (1996): "Accommodationism versus estructuralism: time for an accommodation". *Journal of Postkeynesian Economics*, nº 18, verano de 1996, p. 585-594.
- Palley, Thomas I. (2006): "Dinero endógeno: significado y alcance", en Piégay, Pierre y Rochon, Louise-Philippe (Org.): *Teorías monetarias postkeynesianas*, p. 67-80. Akal. Madrid.
- Palley, Thomas I. (2007): *Financiarization: What it is and Why it Matters*. The Center of Global Political Economy, University of Sussex. Working Paper nº 153, noviembre de 2007. Sussex.
- Palma, Gabriel (1987): "Dependency: a formal theory of underdevelopment or a methodology for the analysis of concrete situations of underdevelopment?". *World Development*, v. 6, nº 7-8, agosto-septiembre, p. 881-924.
- Parguez, Alain y Secareccia, Mario (2000): "The credit theory of money: the monetary circuit approach", en Smithin, John (Ed.): *What is money?* Routledge. Londres.
- Paula, Luiz Fernando de (2003): "The Determinants of Recent Foreign Bank Penetration In Brazil". *CEPAL Review*, nº 79, abril de 2003, p. 159-176.
- Paulani, Leda Maria (2006): *Capitalismo financeiro e estado de emergência econômico no Brasil: o abandono da perspectiva do desenvolvimento*. Ponencia presentada en las "X Jornadas de Economía Crítica", en Barcelona el 23-25 de marzo de 2006.
- Paulani, Leda Maria (2007): "Alternativas para o Brasil no início do século XXI", en Sicsú, João (Org): *Arrecadação (de onde vem) e Gastos Públicos (para onde vão?)*, p. 121-130. Boitempo. São Paulo.
- Paz Antolín, M^a José (2009): "Ajuste y salario en la economía guatemalteca", en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 167-194. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Peet, Richard (2004): *La Maldita Trinidad. El Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la Organización Mundial de Comercio*. Laetoli. Pamplona.
- Pereira, Ricardo (2001): *Evolução do Crédito de 1994 a 1999: uma explicação*. IPEA. Texto para Discussão nº 808, julio de 2001. Río de Janeiro.
- Petit, Pascal (1999): "Structural Forms and Growth regimes of the Post-Fordist Era". *Review of Social Economy*, v. 57, nº 2, junio de 1999.
- Petit, Pascal (2002): "The Roots of the New Economy: an institutional perspective". *International Productivity Monitor*, CEPREMAP/CNRS. París.
- Piégay, Pierre y Rochon, Louise-Philippe (Org.) (2006): *Teorías monetarias postkeynesianas*. Akal. Madrid.

- Pieper, Ute y Taylor, Lance (1998): *The Revival of the Liberal Creed: The IMF, the World Bank, and Inequality in a Globalized Economy*. CEPA. Working Paper nº 4. Nueva Cork.
- Pinto, Aníbal (1967): *La distribución del ingreso en América Latina*. Editorial Universitaria de Buenos Aires. Buenos Aires.
- Pinto, Aníbal (1973): *América Latina y el cambio de la economía mundial*. Instituto de Estudios Peruanos. Lima.
- Plihon, Dominique (2004): *Le nouveau capitalisme*. La Decouverte. París.
- Polak, Jacques J. (1957): *Monetary analysis of income formation and payments problems*. FMI. Staff Papers, v. 6, nº 1, noviembre de 1957. Washington.
- Polak, Jacques J. (1997): *The IMF monetary model at forty*. FMI. Working Paper nº 49. Washington.
- Pollin, Robert (1991): "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidences". *Journal of Postkeynesian Economics*, nº 13, primavera de 1991, p. 366-396.
- Prates, Daniela (2002): "Reestruturação do Sistema Financeiro Internacional e Países Periféricos". *Revista de Economia Política*, v. 22, nº 2, p. 15-31.
- Prebisch, Raúl (1949): "El desarrollo económico de la América Latina y algunos de sus principales problemas". Introducción al *Estudio económico de la América Latina, 1948*. CEPAL. Santiago.
- Prebisch, Raúl (1976): "Crítica al capitalismo periférico". *Revista de la CEPAL*, nº 1. Santiago.
- Prebisch, Raúl (1981): *Capitalismo periférico: crisis y transformación*. Fondo de Cultura Económica. México.
- Premchand, A. (1983): *Government budgeting and expenditure controls: theory and practice*. FMI. Washington.
- Puerto, Luis Miguel (2008): *Economía para el Desarrollo. Lecturas desde una perspectiva crítica*. Libros de la Catarata. Madrid.
- Puga, Fernando (1999): *Sistema Financeiro Brasileiro: Reestruturação Recente, Comparações Internacionais e Vulnerabilidade e Crise cambial*. BNDES. Texto para Discussão, nº 68. Río de Janeiro.
- Ramos, Antonio (1996): *Las limitaciones de las ciencias sociales y el análisis económico*. Mimeo. UCM. Madrid.
- Rego, José Márcio y Marques, Rosa Maria (Org.) (2003): *Economia Brasileira*. Saraiva. São Paulo.
- Reynolds, Clark W. and Carpenter, Robert T. (1975): "Housing Finance in Brazil: toward a new distribution of wealth". *Latin American Urban Research*, v. 5, p. 147-174.
- Rezende Filho, Cyro de Barros (1999): *Economia Brasileira Contemporânea*. Contexto. São Paulo.
- Ricardo, David (1817): *Principios de Economía Política*. Edición de 1985. Sarpe. Madrid.
- Rima, Ingrid H. (1995): *Desarrollo del Análisis Económico*. Irwin. España.

- Rocha, Frederico (2007): "Produtividade do Trabalho e Mudança Estrutural nas Indústrias Brasileiras Extrativa e de Transformação, 1970-2001". *Revista de Economia Política*, v. 27, nº 2, abril-junio de 2007.
- Rochon, Louis-Philippe (1999): *Credit, money and production*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Roddik, Jacqueline (1990): *El Negocio de la Deuda Externa. América Latina y los Bancos Internacionales*. El Áncora Editores. Bogotá.
- Rodrigues de Oliveira, Laércio (2006): "As Repercussões do Acordo com o FMI sobre os Ajustes da Economia Brasileira". *Pesquisa e Debate*, v. 17, nº 1(29), p. 79-102.
- Rodrigues, Waldery y Melo, Giovanni M. (1999): *Padrão de Financiamento das Empresas Privadas no Brasil*. IPEA. Texto para Discussão nº 653, junio de 1999. Brasília.
- Rodríguez, Octavio (1980): *La teoría del subdesarrollo de la CEPAL*. Siglo XXI. México.
- Rodríguez, Octavio (Ed.) (1993): *La Teoría del Subdesarrollo de la CEPAL*. Siglo XXI. México.
- Rodrik, Dani (1998): "Who Needs Capital Account Convertibility?". *Essays in International Finance*, nº 207, p. 55-65.
- Rodrik, Dani y Velasco, Andres (1999): *Short-Term Capital Flows*. NBER. Working Paper nº 7.364. Cambridge.
- Rosenstein-Rodan, Paul N. (1943): "Problems of Industrialisation of Eastern and South-Eastern Europe". *The Economic Journal*, v. 53, nº. 210-211, junio-septiembre de 1943, p. 202-211.
- Rousseas, Stephen (1986): *Postkeynesian monetary economics*. M. E. Sharpe, Nueva York.
- Rubin, Robert E. (1997): *Discurso en la Universidad Católica de Chile*, 3 de diciembre de 1997. Extraído el 3 de septiembre de 2007 de <http://www.ustreas.gov/press/releases/rr2092.htm> el 3 de septiembre de 2007
- Rudge, Luis F. (2006): *Enciclopédia de Finanças*. Saraiva. São Paulo.
- Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (1999): *La economía brasileña ante el Plan Real y su crisis*. CEPAL. Serie Temas de Coyuntura, nº 4, julio de 1999. Santiago de Chile.
- Sáinz, Pedro y Calcagno, Alfredo (2008): *La Economía Brasileña ante el Plan Real y su Crisis*. CEPAL. Series CEPAL, nº 99. Santiago de Chile.
- Salvador, Evilásio (2007): "A distribuição da carga tributária: quem paga a conta?", en Sicsú, João (Org): *Arrecadação (de onde vem) e Gastos Públicos (para onde vão?)*, p. 79-92. Boitempo. São Paulo.
- Sampedro, José Luis (1961): *Realidad Económica y Análisis Estructural*. Aguilar. Madrid.
- Sampedro, José Luis (1972): *Conciencia del Subdesarrollo*. Salvat. Madrid.
- Sampedro, José Luis y Martínez Cortiña, Rafael (1973): *Estructura Económica. Teoría Básica y Estructura Mundial*. Ariel. Barcelona.
- Sanabria, Antonio (2007): *Naturaleza salarial de los programas de ajuste estructural. Contrastación para el caso uruguayo. 1990-2005*. Trabajo de Investigación-DEA, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, UCM. Madrid.

- Sanabria, Antonio (2009): "La naturaleza salarial del ajuste", en Álvarez Peralta *et al.*: *Ajuste y Salario. Las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, p. 27-52. Fondo de Cultura Económica. Madrid.
- Santiso, Javier (2003): *The Political Economy of Emerging Markets*. Palgrave MacMillan. Nueva York.
- Serfati, Claude (2003): "La dominación del capital financiero: qué consecuencias", en Chesnais, François y Plihon, Dominique: *Las trampas de las finanzas mundiales: diagnósticos y remedios*, p. 59-73. Akal. Madrid.
- Shaikh, Anwar (1990): *Valor, acumulación y crisis*. Tercer Mundo Editores. Bogotá.
- Shaikh, Anwar (2000): "La onda larga de la economía mundial en la segunda mitad del siglo XX", en Guerrero, Diego y Arriola, Joaquín (Ed.): *Nueva Economía Política de la Globalización*. Ediciones de la Universidad del País Vasco. Bilbao.
- Sicsú, João (2006): "A Liberalização Financeira Brasileira no período 1988-2002", en Sicsú, J. y Ferrari Filho, F. (Org.): *Câmbio e Controles de Capitais*. Campus/Elsevier. Río de Janeiro.
- Sicsú, João (2007a): *Emprego, Juros e Câmbio: Finanças Globais e Desemprego*. Elsevier. Río de Janeiro.
- Simão, Jorge M. (2007): *Debentures Conversíveis no Brasil*. Atlas. São Paulo.
- Simonsen, Mário H. (1995): *Trenta Anos de Indexação*. Fundação Getúlio Vargas. Río de Janeiro.
- Singh, Ajit (1995): *How did east asia grow so fast slow progress towards an analytical consensus*. UNCTAD. Discussion papers nº 97, febrero de 1994.
- Singh, Ajit (2003): "Capital account liberalization, free long-term capital flows, financial crises and economic development", en Arestis, Philip; Baddeley, Michelle y McCombie, John (Ed.): *Globalisation, Regionalism and Economic Activity*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Siqueira, Tagore (2000): "A Indústria Brasileira nos Últimos 16 anos do Século 20: 1985/2000". *Revista do BNDES*, v. 7, nº 14, p. 55-105.
- Sistema Económico Latinoamericano (SELA) (1986): *El FMI, el Banco Mundial y la Crisis Latinoamericana*. Siglo XXI. México.
- Smith, Adam (1776): *Investigación sobre la naturaleza y causa de la riqueza de las naciones*. Edición de 1984. Fondo de Cultura Económica. México.
- Sochaczewski, Antonio Cláudio (1993): *Desenvolvimento Económico e Financeiro do Brasil: 1952-1968*. Trajetória Cultural. São Paulo.
- Souza, Paulo R. (1989): *Quem Paga a Conta? Dívida, Déficit e Inflação nos Anos 80*. Editora Brasiliense. São Paulo.
- Stiglitz, Joseph E. (1998): *More Instruments and Broaders Goal: Moving Towards the Post-Washington Consensus*. UNU-WIDER. Wider Annual Lecture, v. 2, marzo de 1998.
- Stiglitz, Joseph E. (2002): *El malestar en la globalización*. Taurus. Madrid.

- Stiglitz, Joseph E. (2004): "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF". *Oxford Review of Economic Policy*, v. 20, nº 1, p. 57-71.
- Stockhammer, Engelbert (2004): "Financialisation and the Slowdown of Accumulation." *Cambridge Journal of Economics*, v. 28, nº 5, p. 719-741.
- Stockhammer, Engelbert (2007): *Some Stylized facts on the Finance-Dominated Accumulation Regime*. PERI. Working Paper nº 142, julio de 2007. Amherst.
- Stockhammer Engelbert y Grafl, Lucas (2008): *Financial uncertainty and business investment*. Vienna University of Economics & B.A. Department of Economics Working Paper Series, nº 123, agosto de 2008. Viena.
- Studart, Rogerio (2000): *Pension Funds and the Financing Productive Investment. An Analysis Based on Brazil's Recent Experience*. CEPAL. Financiamiento del Desarrollo, Working Paper nº 102. Santiago de Chile.
- Summers, Lawrence (1998): *Repairing and Rebuilding Emerging Market Financial Systems*. Departamento del Tesoro de EEUU. Treasury News, RR 2671.
- Summers, Lawrence (1999): *Riding the Storm: Latin America and the Global Financial Market*. Departamento del Tesoro de EEUU. Treasury News, RR 3122.
- Sunkel, Osvaldo y Paz, Pedro (1973): *El subdesarrollo latinoamericano y la teoría del desarrollo*. Siglo XXI. Madrid.
- Suzigan, Wilson (1986): *A Industria Brasileira, Origem e Desenvolvimento*. Editora Brasiliense. São Paulo.
- Szirmai, Adam (2005): *The Dynamics of Socio-Economic Development*. Cambridge University Press. Cambridge.
- Tavares, Maria da Conceição (1964): "Auge e Declínio do Processo de Substituição de Importações no Brasil". *Boletín Económico de América Latina*, p. 1-62.
- Tavares, Maria da Conceição (1972): *Da Substituição de Importações ao Capitalismo Financeiro*. Zahar. Río de Janeiro.
- Taylor, Lance (Ed.) (1993): *The rocky road to reform. Adjustment, income distribution, and growth in the developing world*. MIT Press. Cambridge.
- Teixeira, Ernani (2006a): "Nível do Crédito Bancário é o mais Alto desde 1995", en Teixeira, Ernani; Puga, Fernando y Rocha Francisco M. (Ed.): *Visão do Desenvolvimento*. BNDES. Río de Janeiro.
- Teixeira, Ernani (2006b): "O Papel Anticíclico do BNDES sobre o Crédito", en Teixeira, Ernani; Puga, Fernando y Rocha Francisco M. (Ed.): *Visão do Desenvolvimento*. BNDES. Río de Janeiro.
- Teixeira, Ernani (2007): "Direcionamento do Crédito: Papel dos Bancos do Desenvolvimento e a Experiência Recente do BNDES", en Cautelar, Armando y Crisóstomo, Luiz (Ed.): *Mercado de Capitais e Bancos Públicos. Análise e Experiências Comparadas*, p. 277-304. Contra Capa. Río de Janeiro.
- Terra, Maria C. T. (1999): "A Renegociação da Dívida Brasileira de 1994: uma cura para a dívida pendente?". *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 29, nº 3, diciembre de 1999.

- Terra, Maria C. T. (2003): "Credit Constraints in Brazilian Firms: Evidence from Panel Data". *Revista Brasileira de Economia*, v. 54, nº 2, p. 443-464.
- Todaro, Michael (1985): *El desarrollo económico del tercer Mundo*. Alianza. Madrid.
- Toussaint, Eric (2006): *El Banco Mundial. El Golpe de Estado Permanente*. El Viejo Topo. Barcelona.
- Toussaint, Eric y Millet, Damien (2008): *Repaso de las causas de la crisis alimentaria mundial*. CADTM. Bruselas.
- Trevor, Evans (2000): "Una perspectiva sobre las teorías marxistas del dinero crediticio y el capital", en Guerrero, Diego y Arriola, Joaquín (Ed.): *Nueva Economía Política de la Globalización*. Ediciones de la Universidad del País Vasco. Bilbao.
- Vidal Villa, José María y Martínez Peinado, Javier (Coord.) (1995): *Economía Mundial*. McGraw-Hill Interamericana. Madrid.
- Vilariño, Ángel (2008): "La crisis financiera internacional de las hipotecas *subprime*", en ICEX-ICEI: *Claves de la Economía Mundial 2008*. ICEX. Madrid.
- Vital, S. M. (1981): *Sistema Financeiro Nacional: Desenvolvimento e Contradições*. IV Seminário de Economia Brasileira e Mercado Accionário. Comissão Nacional de Bolsas de Valores.
- Wells, John y Drobny, Andres (1982): "A Distribuição da Renda e o Salário Mínimo no Brasil: uma revisão crítica da literatura existente". *Pesquisa e Planejamento Económico*, v. 12, nº 3.
- Wells, John. (1974): "Distribution of Earnings, Growth and the Structure of Demand in Brazil during the 1960's". *World Development*, v.2, nº 1.
- Wells, John. (1977): "The diffusion of durables in Brazil and its implications for recent controversies concerning Brazilian development". *Cambridge Journal of Economics*, v. 1, nº 3, p. 259-279.
- Williams, Karel (2000): "From Shareholder Value to Present-Day Capitalism". *Economy and Society*, v. 29, nº 1, febrero de 2000, p. 1-12.
- Williamson, John (Ed.) (1990): *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Institute for International Economics. Washington.
- Williamson, John (1997): "The Washington Consensus Revisited", en Emmerij, Louis (Ed.): *Economic and Social Development into the XXI Century*, p. 48-61. BID. Washington.
- Wray, L. Randall (1990): *Money and credit in capitalist economies*. Edward Elgar. Cheltenham.
- Wray, L. Randall (2006): "El enfoque postkeynesiano del dinero", en Piégay, Pierre y Rochon, Louise-Philippe (Org.): *Teorías monetarias postkeynesianas*, p. 55-66. Akal. Madrid.
- Zonenschain, Claudia N. (1998): "Estrutura de capital das empresas no Brasil", *Revista BNDES*, v5, nº 10, diciembre de 1998.