

LUIZ CARLOS BRESSER-PEREIRA\*

**LA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO CON  
AHORRO EXTERNO Y LA ECONOMÍA  
BRASILEÑA DESDE PRINCIPIOS DE LA  
DÉCADA DEL NOVENTA**

EN LA DÉCADA DEL NOVENTA, en los albores de un nuevo ciclo de flujos de capital hacia los países en desarrollo, se ofreció la “estrategia de crecimiento con ahorro externo”. Mientras los países en desarrollo más endeudados –principalmente los latinoamericanos– la aceptaron, los países asiáticos no endeudados la rechazaron. Hoy, para los economistas latinoamericanos hacer la crítica de esta estrategia o teoría que sostiene que “para su crecimiento, los países pobres en capital deberían beneficiarse de la transferencia de capitales provenientes de los países ricos en capital” es tan importante como lo fue a finales de la década del cuarenta la crítica de la teoría de las ventajas comparativas. En aquel entonces, dichos países dependieron de la crítica para imponer límites al comercio internacional y, de esa forma, sostener la industrialización mediante la política de sustitución de importaciones. En este momento, cuando la mayor parte de los países latinoamericanos han podido llevar a cabo una industrialización por la vía sustitutiva y enfrentan un sistema económico mundial competitivo, requieren de la crítica a la teoría del crecimiento con ahorro externo para, de esa forma, imponer límites a los flujos de capital y mantener control sobre sus tipos de cambio. En el de-

\* Profesor Titular del Departamento de Economía de la Facultad de Administración de Empresas, Universidad de San Pablo, Brasil.

cenio de 1990, los flujos de capital perturbaron las economías de América Latina no sólo por su volatilidad, sino principalmente porque fueron excesivos en relación con las oportunidades de inversión en la región y, como resultado, no produjeron acumulación de capital ni crecimiento sino incremento artificial de salarios, consumo, así como estancamiento. Argentina representa el caso extremo que adoptó este enfoque apoyado por los países ricos. En este trabajo discutiré el caso de Brasil.

Desde el decenio de 1980 la economía brasileña enfrenta un cuasi estancamiento. Sus causas son bien conocidas: la crisis de la deuda externa de los años setenta se trastocó en una crisis fiscal del Estado con inflación alta e inercial en la década del ochenta. Como podemos observar en el Cuadro 1, la tasa de crecimiento per cápita fue negativa en ese decenio y la situación no se modificó sustancialmente para el de 1990, ni en los tres primeros años del siguiente decenio. Ello no es de sorprender en el período 1991-1994, ya que persistió una inflación extremadamente alta y un crecimiento económico limitado<sup>1</sup>. No obstante, en el lapso de 14 años que va de 1981 a 1994 se aplicaron reformas con orientación de mercado importantes (reforma fiscal, liberalización comercial y privatización), al tiempo que avanzó el ajuste fiscal (entre 1990 y 1994 tuvimos cuatro años de equilibrio presupuestal fiscal)<sup>2</sup>, y la devaluación de la moneda nacional trajo consigo un superávit comercial importante. Al final de este largo período, la deuda pública y la deuda externa nacional se redujeron razonablemente. La deuda pública cayó del 169,5% del PIB en 1989, al 43,8% del PIB en 1994<sup>3</sup>. Dichas reformas contribuyeron a que el “Plan Real” de 1994 consiguiera estabilización de precios. En ese momento las perspectivas económicas del país parecían excelentes. Sin embargo, diez años después, la economía permanece semiestancada y, durante este período, presentó una tasa de crecimiento anual per cápita de sólo el 0,69%, habiéndose perdido los dos equilibrios macroeconómicos: equilibrio presupuestal y balanza en

---

1 La tasa promedio mensual inflacionaria entre 1991 y 1993 fue del 23,5%, con tasa promedio anual del 1.371,1%. En el primer semestre de 1994 la tasa anual de inflación fue del 859,2% (INPC tomado de IBGE). Desde entonces, quedó controlada la inflación en un dígito, excepto en los dos años que hubo depreciación del tipo de cambio (1999 y 2002), momentos en los que temporalmente cruzó la línea de los dos dígitos.

2 El déficit presupuestal o requerimientos financieros del sector público, en términos reales, en relación con el PIB: 1990: -1,32; 1991: 0,19; 1992: 1,74; 1993: 0,80; 1994: -1,57. Después de estos años, el presupuesto superaría la barrera del cero durante los cinco años consecutivos, manteniéndose cerca del 5% del PIB; comenzó a descender a partir de 2000 y para 2002 bajó a cero (información estadística proporcionada por el Instituto de Planeamiento e Pesquisa Econômica Aplicada-IPEA, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão, Brasil <[www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)> actualizado a marzo de 2004).

3 Los datos para la economía brasileña los extraemos principalmente de IPEA y FIBGE. En 2002 la deuda pública fue del 57,8% del PIB, mientras que la deuda externa superó en 3,77 las exportaciones.

cuenta corriente. A pesar de la política económica que privilegia estabilización en lugar de crecimiento, en este período el país enfrentó dos crisis en su balanza de pagos (1998 y 2002) acumulando, nuevamente, una deuda externa extremadamente alta y deuda pública alta. La crisis refleja los errores de política que a continuación discutiré en este trabajo; asimismo, muestra las inconsistencias que dichas políticas tienen, no sólo en relación con el crecimiento sino con el equilibrio macroeconómico fiscal y en la cuenta externa.

**Cuadro 1**  
Brasil. Crecimiento del PIB (%)\*

Período	PIB	PIB per cápita
<b>1971-1980</b>	8,67	5,81
<b>1981-1990</b>	1,67	-0,28
<b>1991-1994</b>	2,82	1,28
<b>1995-2003</b>	2,05	0,69

Fuente: IPEA.

\* Cifras con base en precios de 2003.

No obstante estas dos crisis en la balanza de pagos, cuyo origen se encontró esencialmente en la falta de confianza de la comunidad financiera internacional hacia la economía brasileña –fuese por temor a que el gobierno no cumpliera sus compromisos con la deuda pública y, sobre todo, a que el país no cumpliera compromisos con su deuda externa–, la administración del presidente Cardoso (1995-2002) y la administración del presidente Lula (que se iniciaría en 2003) contaron con el respaldo oficial de Washington y la comunidad financiera en Nueva York, por lo menos hasta tanto las autoridades responsables de la economía brasileña siguieran detenidamente la ortodoxia convencional compartida por ambas comunidades. Por “ortodoxia convencional” quiero decir el conjunto de creencias económicas basadas en la economía neoclásica, adoptada por los diseñadores de políticas en Washington, en el Departamento del Tesoro, en el FMI, en el Banco Mundial y por los economistas financieros en Nueva York<sup>4</sup>. La forma específica que asumió esta ortodoxia en la década del noventa la denominaré “Segundo Consenso de Washington”.

4 Obsérvese que la “ortodoxia convencional” no es lo mismo que “economía neoclásica”. Aunque la macroeconomía neoclásica es mucho más débil que la microeconomía neoclásica, hay economistas neoclásicos destacados que no comparten los principios de la ortodoxia convencional.

Si bien la nueva administración del presidente Lula, que asumió el poder a comienzos de 2003, ganó las elecciones principalmente por su crítica a las políticas económicas y los resultados económicos de la administración que lo precedió, las políticas económicas permanecen sin cambio. Las nuevas autoridades económicas explican esta decisión señalando que su intención es causar un “*shock* de credibilidad” y, con ello, recuperar crédito y confianza internacionales. Esta afirmación parecía sugerir que el cumplimiento sería transitorio; sin embargo, después de seis meses en el poder, no ha habido cambio alguno. Washington, Nueva York y el sistema financiero nacional se manifestaron complacidos, el crédito se recuperó, el riesgo país se redujo. Aun así, en abril de 2004, al momento de escribir este trabajo, el crecimiento económico no se había recuperado, al tiempo que Washington y Nueva York comenzaron a enviar crecientes signos de impaciencia.

El mal desempeño económico de Brasil desde 1995 puede atribuirse a tres factores interrelacionados: un error de agenda: haber definido a la inflación y no al equilibrio en la balanza de pagos como el principal problema que el gobierno debería enfrentar desde 1995 y en adelante; el Segundo Consenso de Washington, según el cual el desarrollo económico necesita financiarse con ahorro externo en el contexto de apertura de las cuentas financieras de la balanza de capital; y la ausencia de un proyecto nacional por parte de la elite brasileña. Dividimos el trabajo en cuatro secciones. En la primera, discuto el error de agenda adoptado, en el cual se toma a la inflación como principal problema a enfrentar, aun cuando la inflación alta había sido superada en 1994 con la neutralización de la inercia y utilizando el tipo de cambio como principal herramienta para mantener la inflación baja. En la segunda sección atribuyo los magros resultados obtenidos a la adopción de la estrategia de crecimiento con ahorro externo, aspecto central del Segundo Consenso de Washington. En la tercera sección debato bajo qué condiciones el ahorro externo es positivo o negativo para la economía. En la cuarta analizo brevemente la economía política implícita en las opciones erradas de política que se tomaron. La afirmación de que Brasil es una nación autónoma, que había progresado en el período 1930-1980, experimentó un serio retroceso desde comienzos del decenio de 1990, en la medida en que comenzó a aceptar –sin la crítica necesaria– las recomendaciones provenientes del Norte.

## EL ERROR DE AGENDA

Una primera explicación a los magros resultados económicos obtenidos desde 1995 está relacionada con la agenda para las políticas. La estabilidad macroeconómica no significa únicamente estabilidad de precios, también significa equilibrio en las cuentas fiscal y externa, y pleno em-

pleo razonable. Después de haber conseguido estabilizar la inflación elevada, Brasil no logró conseguir estabilidad macroeconómica ni reiniciar el crecimiento, debido a que asignó excesiva prioridad a la estabilidad de precios; una prioridad que justificaba una tasa de interés extremadamente alta y un tipo de cambio sobrevaluado. El 1 de julio de 1994 acabó en Brasil la alta inflación inercial, después de tres meses en los cuales el URV (dinero contable indexado) neutralizó la inercia inflacionaria. Ese día, el real equivalía a un dólar. Inmediatamente después, Brasil se inundó de dólares y los flujos de capital apreciaron el real. Ese fue el único momento en que el tipo de cambio alcanzó 0,80 reales, y las autoridades monetarias decidieron intervenir. Como consecuencia, la economía brasileña avanzó hacia un serio desequilibrio en la balanza de pagos, que la nueva administración, iniciada en enero de 1995, no pudo corregir en los siguientes cuatro años. El tipo de cambio se mantuvo bajo, “para combatir la inflación” con una tasa de interés artificialmente alta “para atraer ahorro externo”. Como resultado de esta ecuación macroeconómica perversa (tasas de interés altas, tipo de cambio bajo) se restauró el desequilibrio fiscal, mientras que el tipo de cambio bajo, sobrevaluado, reestableció el desequilibrio en la cuenta externa; es decir, perdimos los dos equilibrios que había sido tan difícil conseguir en los años previos. En nombre de la lucha contra la inflación y de acuerdo con el principio de que el país no debía controlar los flujos de capital ni el tipo de cambio sino crecer con ahorro externo, Brasil no logró un tipo de cambio competitivo, compatible con el monto elevado de su deuda externa. Por el contrario, el tipo de cambio sobrevaluado incrementó artificialmente los salarios y el consumo, mientras que la tasa de interés básica alta dejó fuera de toda posibilidad práctica la inversión nacional<sup>5</sup>.

El hecho de que se haya definido a la inflación como el principal enemigo a enfrentar representó un serio error de agenda. En lugar de percatarse de que el éxito del Plan Real se debía a que podía neutralizar la inercia inflacionaria, la ortodoxia convencional atribuyó erróneamente el éxito a un “tipo de cambio anclado”, por lo cual, en consecuencia, decidió mantenerlo así en los años subsecuentes. Los economistas convencionales nunca entendieron qué era la inflación inercial. Sorprende que los mismos economistas que en 1994 utilizaron un mecanismo para neutralizar el carácter escalonado o indexado de la inflación brasileña hasta ese mismo año, al momento de ser confirmados en sus puestos por la nueva administración no se dieron

---

5 Me refiero a la básica o de corto plazo, no al mercado o tasa de interés de largo plazo. La tasa de interés básica (en Brasil en la Selic) es la tasa exógena sobre la cual tienen control las autoridades monetarias. La ortodoxia convencional, sin embargo, en el caso de Brasil, casi invariablemente “no recordó” la diferencia, incluso haciendo uso de la tasa básica como variable exógena para diseñar políticas en su propio país.

cuenta de que el tipo de cambio anclado no necesariamente mantendría la inflación bajo control<sup>6</sup>.

Entre 1990 y 1993, el país atravesaba por una reforma en el comercio que expuso los precios internos a la competencia externa. Esto y la desindexación de la economía fueron las dos garantías más importantes de que la alta inflación no regresaría. Aunque la inflación seguía requiriendo atención, lo cierto es que no era el único desafío que había que enfrentar. Después del Plan Real, los otros dos enemigos importantes eran la alta tasa de interés y el tipo de cambio apreciado del real; con el consecuente desequilibrio intertemporal en la cuenta fiscal y, particularmente, en la cuenta externa. Un tipo de cambio apreciado lleva a incrementar el consumo y a reducir el ahorro interno, y, finalmente, a una crisis en la balanza de pagos; la alta tasa de interés del real reduce las inversiones, promueve el desequilibrio fiscal y probablemente culmine en una crisis financiera. No obstante ello, estos hechos simples fueron ignorados y el equipo económico mantuvo el tipo de cambio atado, sobrevaluado, y una tasa de interés artificialmente elevada entre 1995 y 1998.

En enero de 1999, después de que los acreedores externos suspendieran totalmente el refinanciamiento de la deuda externa brasileña, el presidente Fernando Henrique Cardoso optó por un tipo de cambio flotante; esta decisión probó ser acertada<sup>7</sup>. Después del incremento necesario en la tasa de interés, el Banco Central inició, correctamente, una reducción. Sin embargo, al poco tiempo, dicha institución decidió introducir una política que tuvo a la inflación como objetivo, a pesar del hecho de que la tasa de interés básica del real seguía extremadamente alta y el tipo de cambio correspondientemente sobrevaluado. De acuerdo con la ortodoxia convencional de ese momento, Brasil requería un anclaje monetario que reemplazara al anclaje del tipo de cambio. La reducción de la tasa de interés básica siguió a lo largo de 2000. Sin embargo, a mediados de 2001 se detuvo, en respuesta equivocada a un modesto calentamiento de la economía brasileña; al inicio de la recesión en Estados Unidos; al estallido de la crisis argentina y, especialmente, a la moderada depreciación del tipo de cambio que se había iniciado. El Banco Central incrementó el tipo de cambio básico no obstante el

---

6 Sobre la inflación inercial ver, entre otros, Bresser-Pereira y Nakano (1987).

7 Sorprendentemente, sin embargo, sólo el presidente del Banco Central, Gustavo Franco, perdió su puesto, mientras que el secretario de Finanzas, Pedro Malan, se quedó a pesar de que el presidente lo contradujo. El nuevo presidente del Banco Central, Francisco Lopes, que había sido el único miembro del equipo económico que apoyó la fluctuación del tipo de cambio, ocupó por algunos días el puesto. Sin el apoyo del secretario y confrontado por las dificultades naturales que siguieron a la fluctuación del tipo de cambio, lo reemplazó Armínio Fraga, quien ocupó el puesto hasta el último día de la administración de Cardoso (31 de diciembre de 2002). Todos los economistas mencionados forman parte de la planta docente de la Pontificia Universidad Católica (PUC) de Río de Janeiro.

hecho de que había sido de alrededor del 9% en términos reales y a pesar de que el incremento en la inflación fue consecuencia de la depreciación de la moneda nacional, no por la demanda excesiva. Además, el Banco Central vendió 8 mil millones de dólares estadounidenses en el mercado interno y convirtió 20 mil millones de esa moneda en bonos públicos a bonos indexados al dólar. Gracias a esta doble intervención (incremento en el tipo de cambio y compra de dólares), las autoridades monetarias lograron reducir el tipo de cambio, que había pasado de unos 2,40 reales a comienzos del año (1,92 reales el año previo) a 2,80 reales por dólar en abril. Esta “política monetaria exitosa” evitó un pequeño incremento temporal de la tasa de inflación, sin embargo, sus costos a mediano plazo fueron altos. En la medida en que el crecimiento de las exportaciones no se materializó, al año siguiente se cernió sobre el país una nueva crisis de la balanza de pagos. Como consecuencia de esta crisis el tipo de cambio se elevó nuevamente, disparándose a casi 4 reales por dólar, no obstante los niveles exorbitantes del tipo de cambio básico.

¿A qué se debió esta nueva crisis en la balanza de pagos? Algunos la atribuyen al triunfo de Lula en las elecciones, a mediados de 2002. Sin embargo, el candidato del PT aseguró insistentemente a los inversionistas que en caso de ser electo respetaría los derechos a la propiedad y los contratos. La verdadera causa habrá que buscarla en la fragilidad financiera internacional del país, que la política errónea de 2001 dejó nuevamente expuesta ante los analistas internacionales. Cuando ese año la crisis económica golpeó severamente a la Argentina, la gente señaló correctamente que Brasil se había desligado del destino de aquel país con la acertada (aunque tardía) devaluación de 1999. De hecho, Brasil, que había seguido una vía similar a la de Argentina, evitó un desastre mayor al poner en flotación su tipo de cambio. El gran error de la Argentina, en ese momento, fue no haber seguido a su vecino. Sin embargo, el distanciamiento con la Argentina fue limitado, ya que ambos países compartían la misma vulnerabilidad en sus cuentas externas debido a que seguían, esencialmente, las mismas directrices de política provenientes de Washington y Nueva York. En los primeros meses de 2002, cuando Brasil presentó superávits comerciales decepcionantes (que habrían podido evitarse si las autoridades monetarias hubieran sido más realistas y hubieran dejado que el tipo de cambio se deslizara hacia arriba en 2001), los analistas de la banca internacional recordaron las pérdidas que habían sufrido con Argentina y, en la primera oportunidad, iniciaron su ataque especulativo contra el real. A pesar de que la ortodoxia convencional concentró su atención en el superávit primario y en la deuda pública, nuevamente, fue la deuda externa y el déficit en cuenta corriente lo que ocasionó la crisis. La ayuda oportuna del FMI evitó lo peor, sin embargo, falseó la creencia del Segundo Consenso de

Washington según el cual los indicadores económicos relevantes son el superávit primario y la deuda pública en relación con el PIB. En los países altamente endeudados (externalidad), las crisis financieras se originan invariablemente en el frente externo. Cuando los acreedores se percatan de que el déficit en cuenta corriente y la deuda externa son demasiado altos, y que el servicio de la deuda está en peligro, suspenden el refinanciamiento de la deuda vieja. Si no hay rescate de parte de un agente de última instancia –el FMI respaldado por el Tesoro de EE.UU.–, resulta inevitable la moratoria<sup>8</sup>.

## EL SEGUNDO CONSENSO DE WASHINGTON

¿Por qué las autoridades brasileñas adoptaron una agenda errónea y permitieron que la moneda corriente se apreciara en 2002? Este error puede atribuirse a incompetencia técnica y emocional o a un temor exagerado hacia la inflación, después de la inflación inercial terriblemente alta experimentada entre 1980 y 1994. Estas explicaciones son parcialmente legítimas, sin embargo, presentaré una más específica. Brasil fue víctima de la forma que asumió la ortodoxia convencional llegada de Washington y Nueva York desde el fin de la crisis de la deuda; una forma a la que denominaré “Segundo Consenso de Washington”. De acuerdo con este segundo consenso que formularon las autoridades de Washington a principios del decenio de 1990<sup>9</sup>, los países altamente endeudados deben abrir su cuenta de capitales y reiniciar el crecimiento económico recurriendo a los ahorros externos. Este segundo consenso sobre “crecimiento” no debe confundirse con el primer Consenso de Washington. Este último era un consenso de “estabilización y reforma” que resume la política estadounidense en relación con los países altamente endeudados desde la irrupción de la crisis de la deuda de 1982, lo cual implica un consenso de los años ochenta. Como lo señala John Williamson en un trabajo de 1990, el primer consenso consistió de una serie de principios que promueven el ajuste estructural y reformas orientadas al mercado<sup>10</sup>. Se convirtió en símbolo de la política neoliberal de esos años, aunque no necesariamente propuso reformas

---

8 Incluso en el caso de Brasil, cuando el ministro de Finanzas Dílson Funaro declaró la moratoria del país, en febrero de 1987, y habría dado la impresión de que Brasil había tomado la iniciativa, en realidad no tenía mas alternativa. Los acreedores ya habían declarado la moratoria brasileña.

9 El principal autor de esta política fue el secretario del Tesoro Lawrence Summers.

10 Ver al respecto Williamson (1990a; 1990b). La carga ideológica hacia el texto de Williamson fue muy exagerada. Williamson no es un ultraliberal, y el consenso que detectó en Washington no era un consenso ultraliberal, ni tampoco tenía como objetivo reducir el papel del Estado al mínimo. Sólo tenía un sesgo liberal (o *neo-liberal* en inglés, ya que en dicho idioma *liberal* significa progresista). Ello no evitó que los ultraliberales lo adoptaran.

ultraliberales destinadas a reducir el Estado al mínimo y, lo que es más importante, no incluía la apertura financiera, la cual explícitamente excluyó Williamson<sup>11</sup>. El Segundo Consenso de Washington tampoco debe confundirse con los intentos recientes de revisar el primero, ante el pobre desempeño que han mostrado los países que siguieron sus recomendaciones. Explícitamente, no debe confundirse con el libro de reciente aparición escrito por Williamson y Kuczynski (2003).

El Segundo Consenso de Washington surge a comienzos de la década del noventa, cuando la crisis de la deuda había sido razonablemente controlada gracias a los “acuerdos Brady” y la nueva oleada de flujos de capital transformó a los países en desarrollo en “mercados emergentes”. En primer lugar, no tiene que ver con estabilización, sino con crecimiento. Para cumplir con dicho objetivo, proporcionó una receta muy simple: cada país en desarrollo debía mantener un ajuste fiscal y efectuar una reforma institucional adicional: abrir su cuenta de capitales. Como recompensa, recibirían ahorro externo para financiar su crecimiento económico. En otras palabras, en lugar del enfoque de “crecimiento con deuda” de los años setenta, los mercados emergentes deberían involucrarse en una estrategia de “crecimiento con ahorro externo”.

En los años noventa, entre los economistas de los países en desarrollo, se abrió un amplio debate que tenía como centro de la discusión la apertura financiera y los flujos de capital. Algunos eran críticos de la liberalización, mientras otros se mostraban entusiasmados con ella. Estos últimos, partiendo del supuesto neoclásico que considera benéfica la liberalización, afirmaron que la apertura financiera es tan necesaria para el desarrollo como la apertura comercial y que debe efectuarse simultánea o inmediatamente después. Entre los trabajos críticos, uno de los más significativos fue el de Rodrik (1998: 61) quien mostraba que no había evidencia de que países sin control sobre el capital crecieran más aceleradamente. El trabajo de Eichengreen y Leblang (2002) también es revelador. A dichos trabajos no hay que confundirlos, sin embargo, con mi crítica al Segundo Consenso de Washington. La crítica que realizan a la apertura financiera se centra, en primer lugar, en el problema de la inestabilidad financiera internacional ocasionada por el flujo incontrolado de capitales<sup>12</sup>, mientras que mi crítica es más general: cues-

---

11 En un debate con Williamson, Stanley Fischer sugirió la inclusión de la apertura financiera en la lista de reformas, a lo que el primero respondió señalando que no encontraba dicha reforma necesaria y que tampoco consideraba necesario incluirla en el consenso efectivo de ese momento (1989, momento del debate).

12 En este debate, para las preocupaciones que despertó la volatilidad de los flujos financieros ver, entre otros: Calvo et al. (1995); Eichengreen (2001); Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003) y Reinhart et al. (2003).

tiona la idea de que la estrategia de crecimiento con ahorro externo es adecuada para los países en desarrollo siempre y cuando los flujos de capital sean estables. Consecuentemente, rechaza la perspectiva según la cual el principal problema que enfrentaban los países en desarrollo era cómo atraer capitales extranjeros. Por el contrario, la principal preocupación para los países en desarrollo intermedio es poner un freno a los flujos excesivos de capital.

En este trabajo afirmo que el grado de endeudamiento externo, medido en términos del coeficiente deuda externa/exportaciones, y la forma cómo se enfrenta este problema, como lo expresa el coeficiente déficit en cuenta corriente/PIB actual, deberían ser las dos preocupaciones centrales para los países endeudados. En ningún caso debe minimizarse la problemática de solvencia que enfrentan los países y menos cuando, específicamente, han rebasado el “umbral de endeudamiento externo”. Por lo tanto, este trabajo trata de criticar la ortodoxia convencional de los años noventa que subestimó los desequilibrios externos y sólo se preocupó por los problemas fiscales, por lo que resultó inconsistente con la estabilidad macroeconómica. Además resalta que los flujos de capital tienden peligrosamente a evaluar las monedas nacionales y, como resultado, además de ocasionar desequilibrio en la balanza de pagos, tienden a reducir el ahorro interno de manera tal que la llegada positiva de ahorro externo queda neutralizada por la reducción negativa del ahorro interno. Finalmente, dado el papel estratégico que desempeñó el tipo de cambio, este trabajo critica el carácter ideológico y equivocado de la consideración que recomienda que los países en desarrollo debieran abrir totalmente sus cuentas de capitales. Dichos países no sólo deben mantener el control sobre su balanza externa y tasa de ahorro, sino que deben tener la posibilidad de imponer controles a los excesivos flujos de capital.

La estrategia de crecimiento implícita en el Segundo Consenso de Washington parte de una aseveración simple y diáfana, que parece razonable, al igual que cualquier ideología exitosa. Puede resumirse en una oración que los ciudadanos de los países en desarrollo han escuchado infinidad de ocasiones desde el decenio de 1990: entendemos que no cuentan ya con recursos para financiar su desarrollo, pero no se preocupen, apliquen el ajuste estructural y reformas, incluida la apertura financiera, que nosotros financiaremos su crecimiento con ahorro externo, posiblemente con inversión directa.

Dicha afirmación tiene cuatro componentes. La primera premisa, “entendemos que no cuentan ya con recursos para financiar su desarrollo”, es evidentemente falsa, si bien el gran endeudamiento de los países la hace aparecer como verdadera. Si países con mucho menor ingreso per cápita pueden financiar el crecimiento económico con sus propios ahorros, un país con desarrollo intermedio como Brasil también podría

hacer lo mismo. Hasta 1970, el enorme crecimiento que experimentó Brasil fue esencialmente financiado con recursos internos. Incluso después de haber sustituido parte del ahorro interno con ahorro externo, como resultado del Segundo Consenso de Washington, cuatro quintas partes de las inversiones siguen estando financiadas con ahorro interno. Brasil no tiene a su disposición “todos” los recursos deseables para financiar su desarrollo, pero ¿quién los tiene?

El segundo término (“pero no se preocupen, apliquen el ajuste estructural y reformas, incluida la apertura financiera”) es el más razonable de los cuatro términos, excepto por la apertura financiera. Incluye tres condiciones, la primera (ajuste fiscal) es correcta: dada la alta deuda pública, el ajuste fiscal es una condición para fortalecer la organización del Estado. Asimismo, se requieren reformas orientadas al mercado, en tanto tienen que ver con el fortalecimiento de ambos mercados y el Estado. Las reformas que debilitan el Estado terminan por obstruir los mercados, que dependen de las instituciones públicas.

La tercera condición (“incluida la apertura financiera”) hay que discutirla junto con el tercer término (“que nosotros financiaremos su crecimiento con ahorro externo”). Tiende la trampa que explica por qué la mayor parte de los países ya altamente endeudados experimentaron poco crecimiento en el decenio de 1990, a pesar del ajuste y las reformas en las que se enfrascaron a lo largo de la década del ochenta y comienzos de la década del noventa; ahí reside el origen de la crisis de la balanza de pagos, cuyo caso límite fue el de Argentina; ahí reside la explicación más importante de por qué sigue la inestabilidad macroeconómica y la fragilidad internacional de la economía brasileña y las dos crisis en la balanza de pagos: una en 1998 y la otra en 2002. El tema central de este trabajo es la crítica a estas dos ideas, a las que regresaré más adelante.

Finalmente, la proposición del cuarto término (“posiblemente con inversión directa”) es el más atractivo de todos. La “deuda en activo externo” o “deuda patrimonial externa” representada por la masa neta de capital externo en el país no queda incluida en los cálculos de las tasas de endeudamiento debido a su poca liquidez. Entonces si efectivamente se prueba financiar con inversión directa la acumulación de capital en plantas y equipo, no hay duda de que será bienvenida, particularmente si, además, produce mercancías exportables<sup>13</sup>. Incluso en este caso, la entrada de capital podría tornarse negativa para el país si –como bien podría suceder– finalmente se convierte en consumo debido a la falta de oportunidades de inversión. A diferencia de lo que sucede

---

13 En mi opinión, invertir en servicios públicos o banca minorista, o en la compra de empresas brasileñas, como ha sucedido recientemente, no es algo que se hace en el mejor de los intereses de un país grande como Brasil. Sin embargo, este asunto no lo discutiremos aquí.

en los países en desarrollo, la inversión directa en los países ricos no llega para financiar los déficits en cuenta corriente, sino como consecuencia del interés de cada país para aprovechar la innovación tecnológica que traen consigo las corporaciones multinacionales de otros países. Entonces, generalmente no surge la posibilidad de que la inversión directa financie el consumo en lugar de la acumulación de capital, ya que dichos países son tanto inversionistas como receptores de inversión, y la inversión extranjera neta tiende a ser pequeña.

No obstante, algún ingenuo podría preguntar: ¿cómo es que la inversión externa puede transformarse en consumo si, en términos contables, sabemos que los ahorros son equivalentes a inversión? ¿Es que acaso el ahorro externo no financia sólo la inversión? La respuesta es simple: el ahorro externo es automáticamente sinónimo de déficit en cuenta corriente; la inversión directa no se transforma necesariamente en acumulación de capital. En esencia, simplemente son una de las dos formas de financiar el déficit en cuenta corriente; la otra son los créditos externos (las reservas se mantienen constantes). Entonces, si la inversión directa es una forma de financiar el déficit, bien podría terminar financiando el consumo.

¿En qué condiciones el ahorro externo, financiado con empréstitos o inversión directa, financiará la acumulación, no el consumo? Cuando la inversión directa (o el ahorro externo) financia el déficit en cuenta corriente nos encontramos, indudablemente, ante una perspectiva más favorable, sin embargo, el resultado dependerá de la forma en que finalmente la economía utilice el dinero fresco<sup>14</sup>. Si, en un país en desarrollo, los agentes económicos tienen grandes oportunidades de inversión, los empréstitos o la inversión directa mejorarán la tasa de inversión en relación con el PIB; si este no es el caso, finalmente, la inversión directa sólo incrementará la deuda del país; no la deuda financiera externa sino la deuda patrimonial externa servida con pagos de dividendos en lugar de intereses.

En la medida en que la estrategia de crecimiento con ahorro externo se originó en los países ricos, estos, y particularmente las autoridades de Washington, recomiendan una estrategia que ellos no adoptan para sí mismos. Saben que el ahorro externo o el déficit en cuenta corriente, sea financiado por empréstitos o inversión directa, puede fácilmente transformarse en consumo. También saben que hay una restricción para la solvencia; que el enfoque de crecimiento con

---

14 El total de la deuda financiera y en activos menos las reservas más la inversión directa y los empréstitos en el exterior concedidos por un país extranjero constituyen los pasivos netos en el exterior de un país. En el caso de los países en desarrollo, los dos últimos elementos son de menor importancia, los pasivos en el exterior corresponden básicamente a la deuda financiera y en activos menos las reservas.

ahorro externo contradice una buena porción de la experiencia internacional. Entonces, ellos establecen límites claros para el endeudamiento exterior. La investigación realizada entre países de la OCDE, desde que apareciera el trabajo original de Feldstein y Horioka sobre esta materia en 1980, muestra que, aunque dichos países reciben y realizan inversión directa entre sí, cerca del 95% de la acumulación de capital nacional la financia el ahorro interno. En un principio, los economistas neoclásicos aferrados a sus supuestos en relación con el libre mercado y los beneficios de la movilidad del capital, definieron el resultado como un rompecabezas: el “rompecabezas de Feldstein y Horioka”. Sin embargo, estudios posteriores demostraron que no se trataba de un rompecabezas sino de un simple problema de solvencia de cada uno de los países. Es decir, los países de la OCDE no están dispuestos a endeudarse para invertir, o endeudarse moderadamente. Las inversiones, por tanto, las financian esencialmente con ahorro interno<sup>15</sup>.

## CONDICIONES

¿Por qué la aceptación de la estrategia de crecimiento con ahorro externo por parte de las autoridades brasileñas tuvo consecuencias tan desastrosas? O, planteándose el problema desde un ángulo opuesto: ¿bajo qué condiciones el ahorro externo contribuye al crecimiento económico en lugar de obstaculizarlo? Ya he sugerido las razones, aunque requieren de mayor análisis. Primera, la restricción en la solvencia importa: el endeudamiento de un país tiene un límite. A partir de cierto umbral es cada vez más peligroso seguir con el endeudamiento externo, primero desde un punto de vista financiero (incluso desde el punto de vista de los activos). En el decenio de 1970, Mario Henrique Simonsen señalaba que el coeficiente deuda externa/exportaciones no debía ser mayor a 2<sup>16</sup>. Sin embargo, investigación reciente demuestra que la regla de oro de Simonsen no fue lo suficientemente severa. Si bien es imposible definir con precisión el umbral de endeudamiento, la investigación empírica confirma que sí hay un límite después del cual la deuda externa resulta negativa para un país. El Banco Mundial, en tanto institución crediticia interesada, define dicho umbral mediante el coeficiente deuda externa/exportaciones, el cual no debe ser mayor a 2,2, y el coeficiente deuda/PIB, el cual debe ser del 80%. La mayor parte de los episodios que involucraron crisis de

---

15 Ver Rocha y Zerbini (2002) para un estudio de la evidencia. Los autores citan los estudios de Sinn (1992) y Coakley et al. (1996), además del suyo propio, como evidencia adicional de que la correlación Feldstein-Horioka no es un rompecabezas sino un simple *problema de solvencia*.

16 Simonsen fue ministro de Finanzas entre 1974 y 1978, y se mantuvo cauteloso ante la estrategia de crecimiento con ahorro externo. Después, en un libro, sorprendentemente incrementó este límite (Simonsen y Cisne, 1995).

deuda sucedieron cuando algunos de los dos umbrales fue sobrepasado. En el caso de Brasil, que es un país relativamente cerrado (su coeficiente exportaciones/PIB sigue en alrededor del 10%), su coeficiente deuda externa/exportaciones es evidentemente el crítico. Cohen (1994) fue más estricto y, de acuerdo con él, cuando la tasa de endeudamiento es superior a 2 o el porcentaje de deuda externa/PIB está por encima del 50%, las probabilidades de reestructurar la deuda son altas y el efecto negativo sobre el crecimiento se hace significativo. Un estudio reciente realizado por tres economistas del FMI demuestra que si el coeficiente deuda/exportaciones sobrepasa 1,6-1,7 y es 35-40% del PIB, “el impacto promedio que la deuda tiene sobre el crecimiento del ingreso por habitante parece ser negativo”. El estudio muestra que cuando el coeficiente deuda/exportaciones pasa de 1 a 3, la tasa de crecimiento declina 2 puntos porcentuales por año (Pattillo et al., 2002)<sup>17</sup>.

Segunda, el ahorro externo será bienvenido si no implica sobrevaluación del tipo de cambio. En principio, el ahorro externo implicará apreciación de la moneda de curso local ya que “el tipo de cambio de equilibrio del mercado” es más bajo que el tipo de cambio de equilibrio que prevalecería equilibrado, el cual prevalecerá con cero déficit en cuenta corriente. En la medida en que se materializa la apreciación, este hecho traerá consigo dos consecuencias negativas importantes: por un lado, ocasiona problemas de desequilibrio en la balanza de pagos; por el otro, reduce ahorro e inversión internos. El primer asunto quedó cubierto con la discusión previa sobre los problemas de solvencia. Si los déficit en cuenta corriente son lo suficientemente grandes para que el país se aproxime al umbral de endeudamiento, ello significa que la estrategia de crecimiento con ahorro externo llegó a su límite.

La reducción del ahorro interno como consecuencia de las revaluaciones del tipo de cambio juega un papel muy importante en mi análisis. El mecanismo de transmisión es simple. En la medida en que se aprecia la moneda nacional, los salarios reales suben. La sobrevaluación no es más que un cambio de los precios relativos a favor de los no-exportables, y la fuerza de trabajo es el artículo no-exportable clave. Los salarios suben porque, cuando el tipo de cambio baja, el componente de importaciones de las mercancías baja mientras los salarios conservan su precio nominal. En el caso de Brasil, el coeficiente de endeudamien-

---

17 En el caso de Brasil, el coeficiente de endeudamiento deuda externa/exportaciones fue alrededor de 3 a principios del decenio de 1990. En consecuencia, la estrategia de crecimiento con ahorro externo no era nada recomendable. A finales de esa década, dicha relación era de casi 4, no obstante el hecho de que una parte considerable del endeudamiento en esos años se hizo vía inversión directa, sin influir en las tasas de endeudamiento financiero (aunque sí implicó servicio de la deuda). A la fecha, después de la primera y segunda devaluación del real, en 1999 y 2002 respectivamente, bajó a casi 3.

to deuda externa/exportaciones era de alrededor de 3 a comienzos de la década del noventa. Entonces, la estrategia de crecimiento con ahorro externo era poco recomendable. Años más tarde, durante el mismo decenio, la relación era de casi 4, a pesar del hecho de que gran parte del endeudamiento en esos años se había hecho vía inversión directa sin influir las tasas de endeudamiento financiero (aunque sí implicaron servicio de la deuda). A la fecha, después de la primera devaluación del real en 1999 y la segunda en 2002, bajó a casi 3. Kalecki enseña que el consumo es una función del salario real: cuando hay incremento del salario real el consumo sube y el ahorro baja. Entonces, el ahorro es una función negativa del tipo de cambio. La literatura sobre el ahorro y consumo normalmente no reconoce este hecho, no obstante ser central para el proceso de desarrollo, en la medida en que el ahorro establece un límite a la acumulación de capital. Las altas tasas de ahorro asiáticas son, en efecto, un fenómeno cultural, sin embargo, también responden al uso estratégico que los diseñadores de política han hecho del tipo de cambio, manteniéndolo relativamente depreciado. Por otro lado, Keynes nos enseña que la tasa de ahorro sólo es un límite superior relativo, ya que habiendo capacidad ociosa y desempleo, la inversión determina el ahorro y no viceversa. Ya que estamos discutiendo sobre el ahorro externo como medio para financiar la inversión, es fácil ver que la reducción en el ahorro interno ocasionado por la apreciación de la moneda nacional compensa parcial y no plenamente el incremento en el ahorro externo que causa la devaluación.

¿Bajo qué circunstancia el incremento del ahorro externo no implica, como contrapartida, reducción del ahorro interno? Cuando las oportunidades de inversión son más que amplias en el país receptor y la tasa de interés nacional es baja, de manera que se abre una brecha amplia entre las tasas de rendimiento esperadas y la tasa de interés; y cuando se hace un grupo (*cluster*) de inversiones que crean externalidades cruzadas, además de ocasionar que la tasa de ganancia esperada suba. En estas circunstancias, que caracterizaron el crecimiento de EE.UU. en el siglo XIX, o el crecimiento de Brasil a comienzos y mediados del decenio de 1970, el incentivo para invertir será grande y parte del incremento en los salarios no será consumido sino invertido. Por otro lado, si la tasa de interés nacional se mantiene baja, el incentivo para invertir todavía permanecerá alto. Ninguna de estas condiciones existe en Brasil.

En la medida en que la economía crece aceleradamente y la inversión es fuerte, el ahorro total se incrementará incluso si los trabajadores y la clase media aumenta el consumo. Si la economía no crece con rapidez, otras inversiones crean las condiciones clásicas que Rosenstein-Rodan (1943) define como el “gran empuje” (*big push*), e incluso la inversión que las empresas multinacionales hacen en construcción y equipo quedarán anuladas por la reducción del ahorro in-

terno ocasionada por el incremento del consumo. La inversión directa financia el déficit en cuenta corriente, la deuda externa patrimonial del país se incrementa, mientras que la economía no crece y tampoco incrementa su capacidad para remunerar al capital externo invertido.

**Cuadro 2**  
Algunas variables como % del PNB\*

Año	Ahorro externo	Inversión extranjera directa	Ahorro interno	Formación bruta de capital	Ingreso neto enviado al exterior
1993	0,78	0,31	20,58	21,36	-2,43
1994	0,94	0,40	21,58	22,52	-1,67
1995	2,87	0,63	19,77	22,64	-1,57
1996	3,20	1,41	18,04	21,24	-1,52
1997	4,22	2,40	17,68	21,90	1,88
1998	4,42	3,75	17,20	21,62	-2,38
1999	4,91	5,52	15,99	20,90	-3,67
2000	4,35	5,64	17,86	22,21	-3,09

Fuente: IPEA.

\* Producto Nacional Bruto = PNB; formación bruta de capital (inversión) =  $I$ ; ahorro interno =  $A_N$ ; ahorro externo =  $A_X$ ; inversión extranjera directa =  $I_X$ .  $I = A_N + A_X$ . Se utiliza el PNB y no el PIB porque, para un país altamente endeudado, la diferencia entre PNB y PIB (ingreso neto enviado al exterior, o intereses netos + dividendos netos) es considerable y económicamente relevante.

En el caso de Brasil, la inversión extranjera directa sumaba cerca de 2 mil millones de dólares anuales a comienzos del decenio de 1990. Después del Plan Real esta cifra se multiplicó por diez. A pesar de ello, la tasa de acumulación de capital y la tasa de crecimiento se mantuvieron estancadas, como lo muestra el Cuadro 2. El ahorro externo –o ingreso de dólares en forma de empréstitos e inversión directa– quedó compensado por la pérdida de ahorro interno, ya que el tipo de cambio se evaluó y el salario real se incrementó.

Podemos agregar una tercera condición para que el ahorro externo sea positivo para el crecimiento económico de un país: que los flujos de capital no sean volátiles. Este es el tema central de la copiosa literatura sobre flujos de capital y apertura financiera a la que ya hice referencia. Sin embargo, dado que esta condición nunca se cumple, volvemos a los problemas de solvencia o el del umbral de endeudamiento. Una de las razones por la cuales este umbral es relativamente bajo (un coeficiente deuda externa/exportaciones de entre 1 y 1,5) es precisamente esta volatilidad de los mercados financieros, el comportamiento irreflexivo inherente a un mercado donde las asimetrías en la información son enormes y siempre presentes.

Resumiendo, siempre que se cumplan estas condiciones, la estrategia de crecimiento con ahorro externo será válida. En la década del noventa (como ahora), estas condiciones estuvieron lejos de cumplirse, sin embargo, las autoridades de Washington adoptaron la estrategia y los países en cuestión, entre ellos Brasil, la aceptaron sin que mediara una crítica apropiada.

## POLÍTICA ECONÓMICA

La estrategia de crecimiento con ahorro externo estuvo acompañada por la retórica de que los partidarios del Segundo Consenso de Washington la seguirían aplicando a pesar de la crisis financiera y el magro desempeño económico de las economías que la aceptaran. Esta retórica, para mantenerse consistente con la aseveración básica sobre la racionalidad de crecimiento con ahorro externo a la que hicimos referencia, implica el uso estratégico de los índices económicos, que sirven como indicadores de desempeño para los empréstitos del FMI, así como indicadores de riesgo país que utilizan las agencias clasificadoras de riesgo y las organizaciones financieras. La idea es simple: sólo dos índices, además de la inflación, son relevantes: el superávit primario y el coeficiente deuda pública/PIB. El índice fiscal clásico (déficit presupuestal) y el índice relacionado con la cuenta externa (coeficiente deuda externa/exportaciones y coeficiente déficit en cuenta corriente/PIB) son olvidados o ignorados. Se prefiere el superávit primario y no el déficit presupuestario clásico porque el primero no toma en cuenta los intereses. En cuanto a los índices de la cuenta externa, no son necesarios si uno supone los déficit gemelos. Si uno busca los indicadores que el FMI o los economistas del sector financiero siguen explícitamente, encontrará una preferencia absoluta por los índices “retóricos” en lugar de los índices verdaderamente relevantes. No obstante, el sistema financiero, comenzando por las agencias clasificadoras de riesgo, sabe bien la importancia de los índices que denominé relevantes. A finales de 2003, dichas agencias clasificadoras de riesgo mejoraron la posición de Rusia. Hubo cierta sorpresa entre los analistas brasileños que trabajan en el sector bancario, lo cual me llevó a escribir una columna en *Valor* (26 de noviembre de 2003), de la cual extraigo el Cuadro 3, que se explica por sí misma. Mientras no hay mucha diferencia entre Brasil y Rusia en relación con los indicadores retóricos, Rusia mantiene una ventaja enorme en los índices relevantes. Nuevamente se confirma el viejo dicho de “haz lo que digo, no lo que hago”.

**Cuadro 3**  
 Brasil y Rusia. Comparación según los índices de riesgo país

	<b>Índices</b>	<b>Rusia</b>	<b>Brasil</b>
<b>Clasificación</b>	Clasificación según Moody	Baa3	B2
	Riesgo país (puntos)	222	616
<b>Índices retóricos</b>	<b>Superávit primario como % del PIB*</b>	3,40	3,92
<b>Índices relevantes</b>	Déficit público como % del PIB*	0,60	-4,66
	Deuda externa/exportaciones (coeficiente)*	1,47	3,77
	Déficit en cuenta corriente como % del PIB*	8,80	-1,71

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Moody, Banco Central de Brasil, IPEA, FMI, *The Economist*.

\* Cifras de 2002.

La adopción de índices retóricos en lugar de índices relevantes es parte de la justificación del sistema adoptado por el Segundo Consenso de Washington. A los defensores de la ortodoxia convencional no les interesa mostrar cifras desagregadas como los intereses extremadamente altos que paga el Estado sobre sus deudas interna y externa, o las cifras que develan las condiciones precarias que la cuenta externa de la nación finalmente presenta. De este modo, justifican la sustitución del superávit primario por el déficit presupuestario con el argumento de que quieren saber la capacidad del país para servir su deuda. E ignoran los déficit en cuenta corriente y la deuda externa con la justificación de que, según la teoría de los déficit gemelos, el superávit primario se hace cargo del problema. No importa que una teoría como esa haya sido falseada innumerable cantidad de veces.

No es este el momento de seguir profundizando en la discusión de la pobreza económica de estas justificaciones, sin embargo, se requiere un análisis de economía política. ¿Por qué las autoridades de Washington y los mercados financieros internacionales adoptaron un enfoque tan errado, y por qué las autoridades brasileñas y las elites locales lo aceptaron? El análisis de economía política no sustituye al análisis económico, sin embargo, después de haber proporcionado las razones económicas por las cuales la estrategia de crecimiento con ahorro externo resultó desastrosa para Brasil en el decenio de 1990, la pregunta que se impone es saber por qué agentes económicos racionales recomendaron o aceptaron, según el caso, tales políticas.

Los intereses de Washington y Nueva York están vinculados con la necesidad de legitimar otro ciclo de flujos de capital hacia los mercados emergentes. A pesar del hecho de que estos mercados son marginales cuando se los compara con los mercados centrales, lo cierto es que ofrecen tasas de interés de largo plazo sustancialmente altas a los tenedores de

bonos y tasas de ganancia altas a las multinacionales que invierten en el extranjero. De este modo, los rentistas y el sistema financiero por un lado, y las multinacionales por el otro, están muy interesados en invertir en los países de desarrollo intermedio. Por otra parte, estos países, con fuerza de trabajo barata, representan desde los años setenta una amenaza para el mundo desarrollado, cuando hicieron su aparición los países de reciente industrialización (PRI). Así, para dichos países, una moneda de curso sobrevaluada es una garantía contra la competencia internacional. La ortodoxia convencional es una expresión de estos intereses. Los economistas neoclásicos, con su enfoque ultraliberal hacia las relaciones entre los mercados y los estados, proporcionan las bases teóricas requeridas.

En relación con las elites brasileñas y las autoridades económicas, también tenemos justificaciones racionales para aceptar la estrategia de crecimiento con ahorro externo. Los rentistas y las elites financieras están interesadas en tasas de interés altas que son consistentes con la estrategia. Toda la sociedad está interesada en riqueza, ingreso y consumo en el corto plazo. O en otras palabras está atraída por el “tipo de cambio populista”.

De hecho, con la estrategia de crecimiento con ahorro externo tuvimos un tipo de cambio populista con el respaldo del FMI y el Banco Mundial. No hay sólo una sino dos formas de populismo económico, el fiscal (el Estado gasta más de lo que ingresa) y el tipo de cambio populista (la nación gasta más de lo que gana)<sup>18</sup>. La primera forma es más obvia que la segunda, sin embargo, ambas son igual de desastrosas. Aun así, el tipo de cambio populista es más crítico o más peligroso, en la medida en que las crisis en los países en desarrollo siempre se inician con una crisis en la balanza de pagos y los acreedores suspendiendo el refinanciamiento de la deuda externa. Es obvio que las crisis financieras también podrían ocurrir como resultado de un gran déficit público y falta de control monetario, combinado con un período de auge económico y, en consecuencia, de excesiva demanda. No obstante, desde el decenio de 1980 ni Brasil ni otros países latinoamericanos han experimentado una crisis como esa<sup>19</sup>.

El ciclo populista generalmente combina el populismo fiscal y el tipo de cambio populista. Los últimos episodios fueron los intentos de

---

18 Adolfo Canitrot (1991) dejó claro el tipo de cambio populista en su clásico ensayo de 1975. Jeffrey Sachs (1989) escribió el ensayo definitivo sobre esta materia. No obstante, ninguno de los dos autores, como muchos otros que discuten sobre el tópico, distingue entre populismo fiscal y tipo de cambio populista. Este y otros trabajos sobre la materia se encuentran en Bresser-Pereira (1991).

19 Relacionar populismo económico con la agenda neoliberal adoptada por Washington y las instituciones internacionales durante los noventa podría sorprender; sin embargo, no es algo absolutamente nuevo. Por ejemplo, ya desde hace algunos años Kurt Weyland (1996; 2003) ha escrito sobre el asunto, aunque desde una perspectiva distinta.

1979-1980 para provocar la convergencia de expectativas y la caída de la inflación por medio del tipo de cambio (1979-1980), el Plan Cruzado (1986) y la política post-Plan Real (1995-1998). En esos tres episodios, combinaron el desequilibrio fiscal con apreciación del tipo de cambio. En todos los casos, la inflación quedó controlada, se incrementaron los salarios reales, las importaciones y el consumo se elevaron y, no obstante, terminaron en la suspensión del refinanciamiento de la deuda y en una crisis de balanza de pagos (la duración del ciclo dependió del tamaño relativo del déficit presupuestario y del déficit en cuenta corriente).

En el caso de las elites brasileñas, además de las motivaciones “racionales” también están las “irracionales”: por un lado, el trauma ocasionado por 14 años de inflación alta y, por el otro, las dificultades que enfrentaron las elites brasileñas para defender los intereses nacionales. La revolución nacional brasileña (queriendo decir con esto la transferencia de los centros de decisión a Brasil y la formación de un verdadero Estado-nación) se inició en 1930 y tuvo éxito en promover la industrialización y el crecimiento económico. Pero con la mayor crisis de la estrategia desarrollista de los años ochenta y el neoliberalismo, y la ideología globalizadora ganando fuerza en todos lados, las elites locales se doblegaron ante ellas y las decisiones importantes de la economía brasileña nuevamente se tomaron en el Norte, dejando casi en el olvido la existencia de Brasil como una nación<sup>20</sup>.

## CONCLUSIÓN

Aunque tuvo éxito la flotación del real en enero de 1999, la administración de Fernando Henrique Cardoso mantuvo las altas tasas de interés y el tipo de cambio sobrevaluado. Así, sin importar los buenos resultados alcanzados para controlar el déficit presupuestal desde 1999, su administración terminó en 2002 con una segunda crisis de balanza de pagos. Esta crisis llevó a que se disparara el tipo de cambio; el real casi alcanzó los 4 por dólar a finales de ese año. El temor que causó el nuevo presidente, Luiz Inácio Lula da Silva, a los inversionistas extranjeros contribuyó a dicha crisis. No obstante, ya desde la campaña presidencial el candidato había afirmado insistentemente que él y su partido político, el Partido de los Trabajadores, no representaban nin-

---

20 El neoliberalismo es la ideología que intenta reducir al mínimo la intervención del Estado en la economía, pero, en la medida en que se requiere regular el mercado, esta ideología espera que instancias apolíticas desempeñen ese trabajo. La globalización es la ideología que afirma que los estados nacionales pierden relevancia en la presencia de un sistema mundial y, a partir de este falso supuesto, concluye que los países en desarrollo no tienen más alternativa que la “camisa de fuerza” que proponen en Washington y Nueva York. La única opción para crecer es el capitalismo; sin embargo, hay muchas variedades de capitalismo.

guna amenaza: que seguirían una política no-populista que respetaría los derechos de propiedad y los contratos. Tan pronto como el presidente Lula asumió el poder, inició un “*shock* de credibilidad”. Pronto se reestableció la confianza y la llegada de capitales se reinició. El reinicio fue tan fuerte que en pocos meses el tipo de cambio bajó a 2,90 reales por dólar. Sin embargo, en ese nivel, una segunda depreciación del real (la primera había sido en 1999) permitió que se materializara un gran superávit comercial, y que la cuenta corriente se equilibrara.

El dólar habría seguido a la baja en relación con el real si no se hubiera levantado el clamor en contra de la pasividad de las autoridades monetarias (“la flotación en el tipo de cambio es un tipo de cambio libre”) cuando comenzó nuevamente la apreciación del real. La gente recordó las dos crisis de balanza de pagos previas, particularmente la de 1998, y se percató de que un real fuerte podría ser algo bueno en el corto plazo, pero que tendría consecuencias desastrosas en el mediano plazo. Esto incluso viene a demostrar la importancia que tiene la democracia para que las autoridades económicas adopten una postura mínima de rendición de cuentas. En algunos casos la democracia podría fomentar el populismo económico, pero en la medida en que la democracia se consolida, como es el caso de Brasil, el debate político y la opinión pública son las herramientas más importantes para controlar a los buscadores de macro-rentas del tipo que participan en el Segundo Consenso de Washington, en moneda de curso sobrevaluada y en tasa de interés básica excesiva. Dadas las fuertes manifestaciones provenientes de las más diversas fuentes<sup>21</sup>, para mediados de 2003 las autoridades económicas iniciaron la compra de dólares con el fin de estabilizar el tipo de cambio. Desde entonces se mantiene en alrededor de 2,90 reales por dólar. Yo, en particular, soy partidario de un real más alto, que debería bordear los 3,50 reales por dólar. Con ese tipo de cambio Brasil adoptaría la estrategia de crecimiento que los países asiáticos siguen: el uso del tipo de cambio como la herramienta más importante para promover crecientes exportaciones, ahorro e inversión (Dooley et al., 2003). Aun así, con este segundo mejor tipo de cambio de 2,90 reales por dólar, la competitividad de la economía brasileña parece satisfactoria, llevando a la predicción de que nuevamente en 2004 la cuenta corriente mejorará el equilibrio. Para este resultado, la apreciación del euro está ayudando.

Desde la crisis financiera de 1997-1998, la estrategia de crecimiento con ahorro externo pierde credibilidad en todas partes, incluida América Latina. La crítica en las economías centrales se enfoca en la

---

21 Incluido el banquero más importante, Fernão Bracher, ex presidente del Banco Central de Brasil.

volatilidad de los flujos financieros, en lugar de cuestionar si es deseable o no la estrategia de crecimiento con ahorro externo dadas las dos problemáticas implicadas: restricciones de solvencia nacional y sobrevaluación de la moneda en curso. El magro desempeño de los países que siguieron dicha estrategia y el buen desempeño de cuantos no la siguieron son, sin embargo, convincentes. Sólo ello puede explicar la resistencia brasileña a una nueva sobrevaluación. ¿Ello podría significar que finalmente la economía brasileña se encamina hacia el crecimiento? Aún no, y no tanto porque el tipo de cambio siga sobrevaluado, sino porque la tasa de interés básica sigue artificialmente alta, manteniendo el déficit presupuestal en alrededor del 5% del PIB, lo cual provoca que sea inviable la inversión en expansión de capacidad, excepto en algunas agro-empresas de riesgo que resultan muy atractivas con la depreciación que el real alcanzó con la crisis de la balanza de pagos en 2002. En la medida en que el tipo de cambio fijo y sobrevaluado contaba con el respaldo de Washington y Nueva York en el pasado reciente, ahora la tasa de interés básica alta también podría contar con dicho respaldo. Modelos macroeconómicos competentes tratan la tasa de interés básica como una variable esencialmente exógena y reconocen el hecho de que no hay correlación entre la clasificación de riesgo país y la tasa de interés básica; pero así como la ortodoxia convencional ha sostenido mantener el tipo de cambio sobrevaluado, ahora tiene otros argumentos para hacer de Brasil una excepción y amarrar la tasa de interés de corto plazo a la de largo plazo, a pesar del hecho de que países con tasas de largo plazo iguales o más altas tienen tasas de interés básicas más bajas<sup>22</sup>.

De acuerdo con Celso Amorin, la diferencia entre los países asiáticos y latinoamericanos está en el hecho de que los primeros crecieron con ahorro interno y mercados externos, mientras que los segundos esperan crecer con ahorro externo y mercado interno<sup>23</sup>. En este ensayo sostengo que esta segunda opción significa infringirse una auto-derrota. El crecimiento debe financiarse con ahorro interno. Esto es lo que la experiencia internacional señala; esto es lo que las experiencias brasileñas confirman. Dadas las dificultades de solvencia y el hecho de que el ingreso de capitales tiende a sobrevaluar la moneda nacional en curso e incrementa el consumo, puede que sea posible el crecimiento basado

---

22 Un argumento que recientemente adquirió popularidad en el sector financiero de Brasil es uno que explica las tasas de interés altas con la falta de reformas institucionales. Dado que Brasil tiene una tasa de interés básica alta en comparación con otros países latinoamericanos, el argumento de la incertidumbre jurisdiccional sólo sería válida si todos los países, desde Paraguay a Venezuela, contaran con mejores instituciones financieras o más seguras que Brasil. Pero no parece probable que este sea el caso.

23 Esta frase es de Rubens Ricupero, pronunciada durante una conferencia en la Facultad de Economía y Administración de la Universidad de San Pablo, el 27 de agosto de 2001. La retomo de mis notas.

en deuda externa sólo durante lapsos muy limitados, en momentos en los que grupos de proyectos de inversión con externalidades cruzadas crean oportunidades particulares favorables a la inversión. Excepto por estos momentos poco comunes, los países en desarrollo tendrán éxito en el gobierno, y los empresarios, el Estado y los mercados se asociarán en una estrategia de desarrollo nacional, donde el control del tipo de cambio sea una variable crucial. Por muchos años Brasil cumplió con esta condición y creció a tasas altas. Sin embargo, desde la década del noventa, y como consecuencia de una crisis de deuda mayor que coincidió con una ola ideológica neoliberal y globalizadora proveniente del Norte, Brasil dejó de pensar en términos de interés nacional, y adoptó la estrategia de crecimiento con ahorro externo aunada con altas tasas de interés básicas. Desde entonces permanece en un cuasi estancamiento.

## BIBLIOGRAFÍA

- Bresser-Pereira, L. C. (org.) 1991 *Populismo econômico* (São Paulo: Nobel).
- Bresser-Pereira, L. C. 2001 “A fragilidade que nasce da dependência da poupança externa” en *Valor 1000*, septiembre.
- Bresser-Pereira, L. C. 2002 “Financiamento para o subdesenvolvimento: o Brasil e o Segundo Consenso de Washington” en Castro, A. C. (org.) *Desenvolvimento em debate: painéis do desenvolvimento brasileiro I* (Río de Janeiro: Mauad/BNDES) Vol. 2.
- Bresser-Pereira, L. C. y Nakano, Y. 1987 *The theory of inertial inflation* (Boulder: Lynne Rienner Publishers).
- Bresser-Pereira, L. C. y Nakano, Y. 2002a “Economic growth with foreign savings?”. Séptimo Taller Internacional Postkeynesiano Fighting Recession in a Globalized World: Problems of Developed and Developing Countries, Kansas City, Missouri, 30 de junio. En <[www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br)>.
- Bresser-Pereira, L. C. y Nakano, Y. 2002b “Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade” en *Revista de Economia Política*, Vol. 21, N° 3, julio.
- Calvo, G.; Leiderman, L. y Reinhart, C. 1995 “Capital inflows to Latin America with reference to the Asian experience” en Edwards, S. (ed.) *Capital controls, exchange rates and monetary policy in the world economy* (Cambridge: Cambridge University Press).
- Canitrot, A. 1991 (1975) “A experiência populista de redistribuição de renda” en Bresser-Pereira, L. C. (org.) *Populismo econômico* (São Paulo: Nobel).

- Coakley, J.; Kulasi, F. y Smith, R. 1996 “Current account solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle” en *The Economic Journal*, N° 106.
- Cohen, D. 1994 “Growth and external debt” en Van der Ploeg, F. (ed.) *The handbook of international macroeconomics* (Cambridge).
- Dooley, M.; Folkerts-Landau, D. y Garber, P. 2003 “An essay on the revived Bretton Woods System” (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research) Documento de Trabajo 9971.
- Eichengreen, B. 2001 “Capital account liberalization: what do cross-country studies tell us?” en *The World Bank Economic Review*, Vol. 15, N° 3.
- Eichengreen, B. y Leblang, D. 2002 “Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?” (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research) Documento de Trabajo 9427.
- Eichengreen, B.; Hausmann, R. y Panizza, U. 2003 “Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters” (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research) Documento de Trabajo 10036.
- Pattillo, C.; Poirson, H. y Ricci, L. 2002 “External debt and growth” (Washington DC: IMF) Documento de Trabajo N° 02/69.
- Reinhart, C.; Rogoff, K. y Savastano, M. 2003 “Debt intolerance” en *Brookings Papers on Economic Activity*, N° 1.
- Rocha, F. y Zerbini, M. B. 2002 “Using panel structure to discuss the Feldstein-Horioka Puzzle in developing countries”, Departamento de Economía de la Facultad de Economía y Administración de la USP, São Paulo, mayo, mimeo.
- Rodrik, D. 1998 “Who needs capital account convertibility?” en *Essays in International Finance* (Princeton University) N° 207.
- Rosenstein-Rodan, P. 1943 “Problems of industrialization in Eastern Europe and South-Eastern Europe” en *Economic Journal*, N° 53, junio.
- Sachs, J. D. 1989 “Social conflict and populist policies in Latin America” en Brunetta, R. y Dell-Arringa, C. (eds.) *Labor relations and economic performance* (Londres: Macmillan Press).
- Simonsen, M. H. y Cisne, R. P. 1995 *Macroeconomia* (São Paulo: Atlas).
- Sinn, S. 1992 “Saving-investment correlations and capital mobility: on the evidence from annual data” en *Economic Journal*, N° 102, septiembre.
- Taylor, J. B. 1993 “Discretion versus policy rules in practice” en *Carnegie-Rochester Series on Public Policies*, N° 39.
- Taylor, J. B. 2001 “The role of the exchange rate in monetary-policy rules” en *American Economic Review*, Vol. 91, N° 2, mayo.

- Weyland, K. 1996 "Neopopulism and neoliberalism in Latin America: unexpected affinities" en *Studies in Comparative International Development*, Vol. 31, N° 3, otoño.
- Weyland, K. 2003 "Neopopulism and neoliberalism in Latin America: how much affinity?". XXIV Congreso de la Latin American Studies Association, Dallas, marzo.
- Williamson, J. 1990a "The progress of policy reform in Latin America" en Williamson, J. (org.) *Latin American adjustment: how much has happened?* (Washington DC: Institute for International Economics).
- Williamson, J. 1990b "What Washington means by policy reform" en Williamson, J. (org.) *Latin American adjustment: how much has happened?* (Washington DC: Institute for International Economics).
- Williamson, J. y Kuczynski, P. (eds.) 2003 *After the Washington Consensus* (Washington DC: Institute for International Economics).