

# LA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO CON AHORRO EXTERNO Y LA ECONOMÍA BRASILEÑA DESDE PRINCIPIOS DEL DECENIO 1990\*

Luiz Carlos Bresser-Pereira

A ser publicado em livro organizado pela Red Eurolatinoamericana de Estudios para el Desarrollo Económico Celso Furtado. México 2005.

En el decenio de 1990, 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 en día, 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 del decenio de 1940 la crítica de la teoría de las ventajas comparativas. En aquél 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 decenio 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.<sup>1</sup>

Desde el decenio de 1980 la economía brasileña enfrenta un cuasi-estancamiento. Sus causas son bien conocidas: la crisis de la deuda externa del decenio de 1970 se trastocó en una crisis fiscal del Estado con inflación alta e inercial en el decenio de 1980.

---

\* Traducción del inglés al español por Lauro Medina Ortega. Revisión de la traducción por Arturo Guillén R.

<sup>1</sup> Para una crítica general de la estrategia de crecimiento con ahorro externo véase Bresser-Pereira y Nakano (2002b). Para una crítica aplicada al caso brasileño véase Bresser-Pereira (2001).

Como podemos observar en el cuadro 1, la tasa de crecimiento *per capita* 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 periodo 1991-1994, ya que persistió una inflación extremadamente alta y crecimiento económico limitado.<sup>2</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>3</sup> y la devaluación de la moneda nacional trajo consigo un superávit comercial importante. Al final de este largo periodo la deuda pública y la deuda externa nacional se redujeron razonablemente. La deuda pública cayó de 169.5% del PIB, en 1989, a 43.8% del PIB en 1994.<sup>4</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 semi-estancada y, durante este periodo, presentó una tasa de crecimiento anual *per capita* de sólo 0.69%, habiéndose perdido los dos equilibrios macroeconómicos: equilibrio presupuestal y balanza en cuenta corriente. A pesar de la política económica que privilegia estabilización en lugar de crecimiento, en este periodo 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.

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, que el país no cumpliera compromisos con su deuda externa—, la administración del presidente Cardoso (1995-2002) y la administración del presidente Lula (que 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

---

<sup>2</sup> La tasa promedio mensual inflacionaria entre 1991 y 1993 fue 23.5%, con tasa promedio anual de 1,371.1%. En el primer semestre de 1994 la tasa anual de inflación fue 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 cuando temporalmente cruzó la línea de los dos dígitos.

<sup>3</sup> 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 en cerca de 5% del PIB; comenzó a descender a partir de 2000 y para 2002 bajó a cero. Fuente: Ipeadata, actualizado a marzo de 2004.

<sup>4</sup> Los datos para la economía brasileña los extraemos principalmente de Ipeadata y FIBGE. En 2002 la deuda pública fue 57.8% del PIB, mientras que la deuda externa superó en 3.77 las exportaciones.

Banco Mundial y por los economistas financieros en Nueva York.<sup>5</sup> La forma específica que asumió esta ortodoxia en el decenio de 1990 la denominaré como “Segundo Consenso de Washington”.

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. Aún 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.

**Cuadro 1: Crecimiento del PIB en Brasil**

<b>Periodo</b>	<b>PIB</b>	<b>PIB <i>per capita</i></b>
1971-1980	8.67%	5.81%
1981-1990	1.67%	-0.28%
1991-1994	2,82	1,28
1995-2003	2,05	0,69%

Fuente: Ipeadata – [www.ipeadata.org.br](http://www.ipeadata.org.br)  
 Cifras con base en precios de 2003.

El mal desempeño económico de Brasil desde 1995 puede atribuirse a tres factores interrelacionados: 1) un error de agenda: haber definido a la inflación y no el equilibrio en la balanza de pagos como principal problema que el gobierno tenía que enfrentar desde 1995 y en adelante; 2) el Segundo Consenso de Washington, según el cual, el desarrollo económico debería financiarse con ahorro externo en el contexto de apertura de la balanza de capital y 3) la ausencia de un proyecto nacional por parte de la élite brasileña. El trabajo lo dividimos 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 no obstante que 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.

---

<sup>5</sup> Obsérvese que la “ortodoxia convencional” no es lo mismo que “economía neoclásica”. No obstante que la macroeconomía neoclásica es mucho más débil que la microeconomía neoclásica, hay economistas neoclásicos destacados que no comparten los principios de la ortodoxia convencional.

En la tercera sección, discuto bajo qué condiciones el ahorro externo es positivo o negativo para la economía. En la cuarta sección, 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 periodo 1930-1980, experimentó un serio retroceso desde comienzos del decenio 1990 en la medida 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 empleo 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 1º. de julio de 1994 la alta inflación inercial terminó en Brasil, 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. Fue ése el único momento cuando el tipo de cambio alcanzó R\$ 0.80, que 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 de conseguir en los años previos. En nombre de la lucha contra la inflación y de acuerdo con el principio 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>6</sup>

El hecho que se haya definido la inflación como el principal enemigo a enfrentar representó un serio error de agenda. En lugar de percatarse 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

---

<sup>6</sup> 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.

1994 utilizaron un mecanismo para neutralizar el carácter escalonado o indexado de la inflación brasileña hasta 1994, al momento de ser confirmados en sus puestos por la nueva administración, no se dieron cuenta que el tipo de cambio anclado no necesariamente mantendría la inflación bajo control.<sup>7</sup>

Entre 1990 y 1993, el país atravesaba por una reforma en el comercio que expuso los precios internos a la competencia externa. Ello y la des-indexación de la economía fueron las dos garantías más importantes de que la alta inflación no regresaría. No obstante que 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, de 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 desequilibrio fiscal y puede culminar 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 que los acreedores externos habían suspendido 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>8</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 la inflación como objetivo en Brasil, a pesar del hecho 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 remplazara 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 había iniciado. El Banco Central incrementó el tipo de cambio básico no obstante que el hecho que había sido de alrededor de 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

---

<sup>7</sup> Sobre la inflación inercial véase, entre otros, Bresser-Pereira y Nakano (1987), *The Theory of Inertial Inflation*.

<sup>8</sup> 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 del presidente Cardoso (31 de diciembre de 2002). Todos los economistas mencionados forman parte de la planta docente de la PUC de Rio de Janeiro (Pontificia Universidad Católica).

compra de dólares), las autoridades monetarias lograron reducir el tipo de cambio, que había pasado de unos R\$2.40 a comienzos del año (R\$1.92 el año previo) a R\$2.80 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 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 R\$4.00 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 aquél 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 superávit 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 la Argentina y, en la primera oportunidad, iniciaron su ataque especulativo contra el real. A pesar que la ortodoxia convencional concentró su atención en el superávit primario y en la deuda pública, nuevamente, fueron la deuda externa y el déficit en cuenta corriente los que ocasionaron 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 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 Estados Unidos—, resulta inevitable la moratoria.<sup>9</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

---

<sup>9</sup> 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 que Brasil había tomado la iniciativa, en realidad, no tenía mas alternativa. Los acreedores habían declarado ya la moratoria brasileña.

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>10</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 de 1980. Como lo señala John Williamson, en un trabajo de 1989, el primer consenso consistió de una serie de principios que promueven el ajuste estructural y reformas orientadas al mercado.<sup>11</sup> Se convirtió en símbolo de la política neoliberal de esos años, aunque no necesariamente propuso reformas 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>12</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 del decenio de 1990, cuando la crisis de la deuda había sido razonablemente controlada gracias a los “acuerdos Brady” y la nueva oleada de flujos de capital transformó los países en desarrollo en “mercados emergentes”. No tiene que ver en primer lugar 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” del decenio de 1970, los mercados emergentes deberían involucrarse en una estrategia de “crecimiento con ahorro externo”.

Se abrió un amplio debate en los años de 1990 entre los economistas de los países en desarrollo 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 la misma. 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 simultáneamente o

---

<sup>10</sup> El principal autor de esta política fue el secretario del Tesoro Lawrence Summers.

<sup>11</sup> Véase Williamson (1990). 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, 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.

<sup>12</sup> 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).

inmediatamente después. Entre los trabajos críticos, uno de los más significativos fue el de Rodrik (1998: 61) quien mostraba que no había evidencia que países sin control sobre el capital crecieran más aceleradamente. El trabajo de Eichengreen y Leblang (2002) “Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?”, 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>13</sup> mientras que mi crítica es más general; cuestiona 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”. Consecuentemente, este trabajo trata de criticar la ortodoxia convencional de los años de 1990 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 deberían abrir totalmente sus cuentas de capitales. Ya que 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 financiamos su crecimiento con ahorro externo, posiblemente con inversión directa.

Dicha afirmación tiene cuatro componentes. El primer componente o premisa “entendemos que no cuentan ya con recursos para financiar su desarrollo”, es evidentemente falso, si bien el gran endeudamiento de los países la hace aparecer como

---

<sup>13</sup> En este debate, para las preocupaciones que despertó la volatilidad de los flujos financieros véase, entre otros: Calvo, Reinhart y Leiderman (1995), Eichengreen (2001), Eichengreen (2002), Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003), Reinhart, Rogoff y Savastano (2003).



verdadera. Si países con mucho menor ingreso per capita 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 sí 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 su 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 que 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 financiamos 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 del decenio de 1980 y comienzos del de 1990; ahí reside el origen de la crisis de la balanza de pagos, cuyo caso límite fue el de la Argentina; ahí reside la explicación más importante de porqué 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”) que es el más atractivo de todos. La “deuda en activos 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 que será bienvenida, particularmente si, además, produce mercancías exportables.<sup>14</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 en los países en desarrollo, la inversión directa en los países ricos no llega para financiar los déficit 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.

---

<sup>14</sup> 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.

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 con 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 como finalmente la economía utilice el dinero fresco.<sup>15</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 que la estrategia de crecimiento con ahorro externo se originó en los países ricos, éstos 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 ahorro externo contradice una buena porción de la experiencia internacional. Entonces, ellos establecen límites claros para el endeudamiento exterior. Investigación realizada entre países de la OCDE, desde que apareciera el trabajo original de Feldstein y Horioka sobre esta materia (1980), muestra que, no obstante que dichos países reciben y realizan inversión directa entre sí, cerca de 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 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>16</sup>

---

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Véase 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*.

## Condiciones

¿Por qué la aceptación de la estrategia de crecimiento con ahorro externo, de 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, no obstante 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>17</sup> Sin embargo, investigación reciente demuestra que la regla de oro de Simonsen no fue suficientemente severa. Si bien es imposible definir con precisión el umbral de endeudamiento, investigación empírica confirma que sí hay un límite después del cual la deuda externa resulta negativa para un país. El Banco Mundial, en tanto que 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 80%. La mayor parte de los episodios que involucraron crisis de deuda sucedieron cuando algunos de los dos umbrales fueron sobrepasados. En el caso de Brasil, que es un país relativamente cerrado (su coeficiente exportaciones/PIB sigue alrededor de 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 de 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, Poirsin y Ricci, 2002).<sup>18</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 en curso local ya que “el tipo de cambio de equilibrio del mercado” es más bajo que el tipo de cambio de equilibrio que prevalecería con cero déficit en cuenta corriente. En la medida 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

---

<sup>17</sup> 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 Cysne, 1995).

<sup>18</sup> 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 ese decenio, dicha relación era de casi 4, no obstante el hecho que una parte considerable del endeudamiento en dichos 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.

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 reevaluaciones del tipo de cambio juega un papel muy importante en mi análisis. El mecanismo de transmisión es simple. En la medida 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 endeudamiento deuda externa/exportaciones era alrededor de 3 a comienzos del decenio 1990. 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 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 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, manteniéndola 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; 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 Estados Unidos 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 el Brasil.

En la medida que la economía crece aceleradamente y la inversión es fuerte, el ahorro total se incrementará incluso si los trabajadores y la clase media incrementa el consumo. Si la economía no crece con rapidez otras inversiones crean las condiciones clásicas que Ronsenstein-Rodan (1943) definen como el (*big push*) “gran empuje”, e incluso la inversión que las empresas multinacionales hacen en construcción y equipo quedarán anuladas por la reducción del ahorro interno ocasionado 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<sup>19</sup>**

	<b>Ahorro externo</b>	<b>Inversión extranjera directa</b>	<b>Ahorro interno</b>	<b>Formación bruta de capital</b>	<b>Ingreso neto enviado al exterior</b>
1993	0,78	0,31	20,58	21,36	-2,43
1994	0,94	0,4	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	2,4	17,68	21,9	-1,88
1998	4,42	3,75	17,2	21,62	-2,38
1999	4,91	5,52	15,99	20,9	-3,67
2000	4,35	5,64	17,86	22,21	-3,09

Fuente: [www.ipeadata.gov.br](http://www.ipeadata.gov.br)

En el caso de Brasil, la inversión extranjera directa sumaba cerca de 2 mil millones de dólares anuales a comienzos del decenio 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 mantuvo estancada, 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 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.

<sup>19</sup> Producto nacional bruto = PNB; formación bruta de capital (inversión) = I; ahorro interno =  $A_N$ ; ahorro externo =  $A_X$ ; inversión extranjera directa =  $I_X$ .  $I = A_N + A_X$ . Utilizo 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.

Resumiendo, siempre que se cumplan estas condiciones, la estrategia de crecimiento con ahorro externo será válida. En el decenio de 1990 (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 lo 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 el 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, uno 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 yo denomino 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), y 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”.

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 desvelan 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 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 que, de acuerdo con la teoría de los déficit gemelos, el superávit primario se hace cargo del problema. No importa que una teoría como esa haya sido falsada innumerable cantidad de veces.

**Cuadro 3: Brasil y Rusia comparados de acuerdo con los índices de riesgo país**

Índices		Rusia	Brasil
Clasificación	Clasificación según Moody	Baa3	B2
	Riesgo país (puntos)	222	616
Índices retóricos	Superávit primario como % del PIB <sup>1</sup>	3,4	3,92
	Deuda pública como % del PIB <sup>1</sup>	43,4	57,8
Índices relevantes	Déficit público como % del PIB <sup>1</sup>	+0,60	-4,66
	Deuda externa/exportaciones (coeficiente) <sup>1</sup>	1,47	3,77
	Déficit en cuenta corriente como % del PIB <sup>1</sup>	+8,80	-1,71

Fuente: Moody, Banco Central de Brasil, IPEA, FMI, *The Economist*.  
Observaciones: (1) cifras de 2002.

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 élites 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 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 otro lado, estos países, con fuerza de trabajo barata, representan desde el decenio de 1970 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 ultra-liberal hacia las relaciones entre mercados y los estados, proporcionan las bases teóricas requeridas.

En relación con las élites brasileñas y las autoridades económicas, también tenemos justificaciones racionales para aceptar la estrategia de crecimiento con ahorro externo. Los rentistas y las élites 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, lo que tuvimos con la estrategia de crecimiento con ahorro externo fue un tipo de cambio populista con el respaldo del FMI y el Banco Mundial. No sólo hay uno 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>20</sup> La primera forma es más obvia que la segunda, sin embargo, ambas son igual de desastrosas. Aún así, el tipo de cambio populista es más crítico o más peligroso, en la medida que las crisis en los países en desarrollo siempre 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 periodo de auge económico y, en consecuencia, de excesiva demanda. No obstante, desde el decenio de 1980 ni Brasil u otros países latinoamericanos han experimentado una crisis como esa.<sup>21</sup>

El ciclo populista generalmente combina el populismo fiscal y el tipo de cambio populista. Los últimos episodios fueron los intentos de 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, el desequilibrio fiscal lo combinaron 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 élites 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 élites 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), inició en 1930 y tuvo éxito en promover la industrialización y crecimiento económico. Pero con la mayor crisis de la estrategia desarrollista de los años de 1980 y el

---

<sup>20</sup> Adolfo Canitrot (1975) 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, org. (1991).

<sup>21</sup> Relacionar populismo económico con la agenda neoliberal adoptada por Washington y las instituciones internacionales durante el decenio de 1990 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.



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 del Brasil como una nación.<sup>22</sup>

## Conclusión

No obstante que 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 R\$4.00 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 ninguna 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 R\$2.90 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 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 que la democracia se consolida, como lo es en 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

---

<sup>22</sup> El neoliberalismo es la ideología que intenta reducir al mínimo la intervención del Estado en la economía, pero, en la medida que se requiere regular el mercado esta ideología espera que instancias a-políticas 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. Thomas Friedman (2000) escribe explícitamente sobre la camisa de fuerza, que no es otra cosa que un supuesto básico adoptado por el Consenso de Washington. Friedman, al igual que los otros partidarios de la globalización, mezclan los puntos de vista que Washington y Nueva York tienen sobre política económica y reforma institucional con capitalismo. La única opción para crecer es el capitalismo, sin embargo, hay muchas variedades de capitalismo.

básica excesiva. Dadas las fuertes manifestaciones provenientes de las más diversas fuentes,<sup>23</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 R\$2.90. Yo, en particular, soy partidario de un real más alto que debería bordear los R\$3.50 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, Folkerts-Landau y Garber, 2003). Aún así, con este segundo mejor tipo de cambio de R\$2.90 por dólar, la competitividad de la economía brasileña parece satisfactoria, llevando a la predicción que nuevamente en 2004 la cuenta corriente se equilibrará. 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 volatilidad de los flujos financieros, en lugar de cuestionar si es deseable o no la estrategia de crecimiento con ahorro externo, dada 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 de 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 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 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 que países con tasas de largo plazo iguales o más altas tienen tasas de interés básicas más bajas.<sup>24</sup>

De acuerdo con Celso Amorin, la diferencia entre los países asiáticos y latinoamericanos está en el hecho que los primeros crecieron con ahorro interno y mercados externos, mientras que los segundos esperan crecer con ahorro externo y

---

<sup>23</sup> Incluido al banquero más importante, Fernão Bracher, ex presidente del Banco Central de Brasil.

<sup>24</sup> Un argumento que recientemente adquirió popularidad en el sector financiero del 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 el Paraguay a Venezuela, contaran con mejores instituciones financieras o más seguras que Brasil. Pero, no parece probable que éste sea el caso.

mercado interno.<sup>25</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. Dada las dificultades de solvencia y el hecho que el ingreso de capitales tiende a sobrevalorar la moneda nacional en curso e incrementa el consumo, puede que sea posible el crecimiento basado en deuda externa sólo durante lapsos muy limitados, en momentos cuando 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 el decenio de 1990, y como consecuencia de una crisis de deuda mayor que coincidió con una ola ideológica neo-liberal y globalizadora proveniente del Norte, Brasil dejó de pensar en términos de interés nacional, 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. (2001), "A Fragilidade que Nasce da Dependência da Poupança Externa", *Valor 1000*, septiembre.
- Bresser-Pereira, L. C. (2002), "Financiamento para o Subdesenvolvimento: O Brasil e o Segundo Consenso de Washington", en Ana Célia Castro, org., *Desenvolvimento em Debate: Painéis do Desenvolvimento Brasileiro I*, vol. 2, Rio de Janeiro, Mauad/BNDES, 2002, pp. 359-398.
- Bresser-Pereira, L. C. y Nakano, Y. (2002a), "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade", *Revista de Economia Política*, 21(3), Julio de 2002, pp.146-177.
- Bresser-Pereira, L. C. y Nakano, Y. (2002b), "Economic Growth with Foreign Savings?", ensayo presentado en el Séptimo Taller Internacional Postkeynesiano, "Fighting Recession in a Globalized World: Problems of Developed and Developing Countries", Kansas City, Missouri, 30 de junio, 2002. Disponible en [www.bresserpereira.org.br](http://www.bresserpereira.org.br).
- Bresser-Pereira, L. C., org. (1991), *Populismo Econômico*, São Paulo, Nobel, 1991.
- Calvo, G., Leiderman, L. y Reinhart, C. (1995), "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience", en Edwards, Sebastian, *Capital Controls, Exchange Rates, and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge, Cambridge University Press, 1995, pp. 339-380.
- Canitrot, A. (1975), "A Experiência Populista de Redistribuição de Renda", en Bresser-Pereira, org. (1991), *Populismo Econômico*, São Paulo, Nobel. Originalmente publicado en *Desarrollo Económico*, 1975.

---

<sup>25</sup> Esta frase es de Rubens Ricupero, pronunciada durante una conferencia en la Escuela de Economía y Administración de la Universidad de São Paulo, el 27 de agosto de 2001. La retomo de mis notas.

- Coakley, J., F. Kulasi y R. Smith (1996), "Current Account Solvency and the Feldstein-Horioka Puzzle, *The Economic Journal*, 106, 1996, pp. 620-627. Citado en Zerbini (2002).
- Cohen, D. (1994), "Growth and External Debt", en Frederick Van der Ploeg (ed.), *The Handbook of International Macroeconomics*, Cambridge.
- Dooley, M., Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2003), "An Essay on the Revived Breton Woods System", Cambridge, MA, National Bureau of Economic Research, documento de trabajo, 9971, septiembre de 2003.
- Eichengreen, B. (2001), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", *The World Bank Economic Review*, 15 (3), 2001, pp. 341-65.
- Eichengreen, B. y Leblang, D. (2002), "Capital Account Liberalization and Growth: Was Mr. Mahathir Right?", NBER documento de trabajo 9427, 27 pp.
- 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, 61 pp.
- Kuczynski, P. y Williamson, J., eds. (2003), *After the Washington Consensus*, Washington, Institute for International Economics.
- Patillo, C., Poirson, H. y Ricci, L. (2002), "External Debt and Growth", *IMF Working Paper*, núm. 02/69.
- Reinhart, C., Rogoff, K. y Savastano, M. (2003), "Debt Intolerance", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003, 1, pp. 1-74.
- Rodrik, D. (1998), "Who Needs Capital – Account Convertibility?", en *Essays in International Finance*, 207, Princeton University.
- Rocha, F. y Zerbini, M. B. (2002), "Using Panel Structure to Discuss the Feldstein-Horioka Puzzle in Developing Countries", São Paulo, Departamento de Economía de la Facultad de Economía y Administración de la USP, mayo de 2002. Copia.
- Rosenstein-Rodan, P. (1943), "Problems of Industrialization in Eastern Europe and South-Eastern Europe", *Economic Journal* 53, junio 1943, 202-211. Reproducido en Agarwala y Singh, orgs., (1958), pp. 245-255.
- Sachs, J. D. (1989), "Social Conflict and Populist Policies in Latin America", en R. Brunetta y C. Dell-Arringa, eds. (1989), *Labor Relations and Economic Performance*, Londres, Macmillan Press, (NBER documento de trabajo núm.2897, marzo de 1989).
- Simonsen, M. H. y P. Cisne, R. (1995), *Macroeconomia*, São Paulo, Editora Atlas.
- Sinn, S. (1992), "Saving-investment Correlations and Capital Mobility: On the Evidence from Annual Data", *Economic Journal*, septiembre de 1992, núm.102, pp. 1162-1170. Citado en Rocha y Zerbini (2002).
- Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Series on Public Policies* 39, pp. 195-214.
- Taylor, J. B. (2001), "The Role of the Exchange Rate in Monetary-Policy Rules", *American Economic Review*, 91 (2), mayo de 2001, pp. 263-267.
- Weyland, K. (1996), "Neopopulism and Neoliberalism in Latin America: Unexpected Affinities", *Studies in Comparative International Development*, 31 (3), otoño de 1996.

Weyland, K. (2003), "Neopopulism and Neoliberalism in Latin America: How Much Affinity?", ensayo presentado en el XXIV Congress of the Latin American Studies Association, Dallas, marzo de 2003. digital

Williamson, J. (1990), "What Washington Means by Policy Reform", pp. 7-38 y "The Progress of Policy Reform in Latin America", pp. 353-420. En Williamson, John, org. (1990), *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?*, Washington, Institute for International Economics.