

Brasil

BRASIL

I. 1990: PANORAMA Y PERSPECTIVAS	79
II. EL NIVEL DE ACTIVIDAD	83
III. LA POLITICA MONETARIA	85
IV. EL AJUSTE FISCAL	90
V. PRECIOS Y SALARIOS	94
VI. SECTOR EXTERNO	98

La economía brasileira en 1990: desempeño y perspectivas

*Gustavo H.B. Franco**

I. 1990: PANORAMA Y PERSPECTIVAS

La explosión hiperinflacionaria del final del gobierno de Sarney expresaba con claridad el apogeo de una crisis económica que encontraba sus raíces más próximas en el descontrol fiscal pero que tenía determinantes más antiguos por el agravamiento del problema del endeudamiento externo a partir de 1982. Es forzoso anotar, sin embargo, que a pesar de los efectos de la estatización de la deuda externa brasileira tan frecuentemente enfatizados, difícilmente un observador de las finanzas públicas en 1984, al final del ciclo militar, habría dicho que Brasil iba a enfrentar la séptima peor inflación de la historia de la humanidad unos años más tarde¹. Ciertamente, la transición de un desequilibrio presupuestal significativo pero nada alarmante, hacia una crisis fiscal inadministrable, ocurre después de la llamada Nueva República y en función de factores predominantemente domésticos. Se observa, en efecto, una caída muy significativa de los ingresos corrientes de las tres

esferas de gobierno en ese período: de 24.7 % del PIB en el período 1980-1983 a 19.9% en 1988², teniendo papel primordial en esa evolución las cesiones fiscales y la inadecuada indexación de los ingresos tributarios (efecto Oliveira-Tanzi). Del lado del gasto hay varios factores por considerar. El total de gastos, de "la Unión" incluidos los personales (activos e inactivos), creció del 7.1% del PIB en el período 1981-1984 a 9.6% en 1989, alcanzando un 11.4% en 1990 al incorporar los cambios constitucionales y los "trenes de la alegría" lanzados al final del gobierno Sarney³. Esto es consistente con otro estimativo para el consumo del gobierno que registró un aumento de los gastos en este rubro de 9.5% del PIB en 1983 al 12.3% del PIB en 1987⁴.

Nótese que, del lado de las deudas, la interna tuvo una importancia menor, ya que sus costos fueron

¹ Se conocen trece hiperinflaciones, definidas de acuerdo con el criterio de la medida de los últimos seis meses (metodología de Cagan). Véase Franco (1990).

² Rezende et al. (1989, p.547)

³ Serra (1989, cuadro 5). Véase también Serra (1990).

⁴ Reis (1989, p.235).

* Departamento de economía, PUC – Río de Janeiro. El autor agradece a Paula Isabel Barbosa por la asistencia de investigación.

considerablemente reducidos debido a que la corrección monetaria incorporada en los títulos públicos subestimó sistemáticamente la inflación a lo largo de los años 80. Un estimativo reciente, por ejemplo, muestra que el costo de la deuda mobiliaria interna, si fuera correctamente deflactada, habría sido del orden de 1.1% del PIB en 1984, 1.7% en 1985, 0.8% en 1986 y 0.3% en 1987⁵. Los costos de la deuda externa tampoco habrían sufrido gran alteración en esos años, al pasar de 6.7% del PIB en 1983 a 5.7% del PIB en 1988⁶. En 1989, como se sabe, el país entró en moratoria, reduciéndose así esos gastos sustancialmente. Como resultado de todos esos factores se estima que en ese año el déficit público (concepto operacional) como proporción del PIB alcanzó una cifra del orden de 7.3% y para 1990 se proyectaba en torno del 9.1%⁷.

La administración de la economía en condiciones de grave desequilibrio fiscal conoció varias fases a lo largo del gobierno Sarney. Se implementaron tres planes de estabilización de corte "heterodoxo" cuando la inflación alcanzó niveles considerados insostenibles. Pero ninguno de ellos tuvo éxito ante la presencia de un descontrol fiscal que se agravaba continuamente a medida que nos aproximábamos al final del gobierno. La última y más patética fase de la política económica del gobierno Sarney se produjo a continuación del colapso del Plan Verano en el comienzo de 1989, cuando se inició el programa llamado "frijoles con arroz", o sea, una política de "inercia activa", cuyos términos de referencia se limitaban a administrar la continua aceleración de la inflación sin que se observaran grandes saltos en las tasas de inflación mensual, y sin que hubiese grandes rupturas en la vida económica nacional. Así, la inflación (IGP-FGV) registró un 26% al final del congelamiento determinado por el Plan Verano en abril de 1989, y desde entonces se aceleró hasta llegar a 81% en marzo de 1990.

⁵ Giambiagi (1989, p.68).

⁶ Oliveira (1989, Cuadro 3).

⁷ Revisión Orçamentaria (1990).

La posesión del nuevo Presidente trajo consigo, como ya se preveía, una gran discontinuidad en la política económica. Se esperaba no solamente la ejecución de un plan de estabilización semejante a los anteriores, con políticas de ingresos y salarios (preestablecimiento, congelamiento, etc.), con medidas monetarias y fiscales, y con acciones de mayor alcance que atacaran problemas de naturaleza más "estructural" de la economía, ya fuera relativos al papel del sector público en la vida económica nacional, o relacionados con el régimen de comercio exterior. La justificable incertidumbre en cuanto al tenor exacto de esas medidas, generó toda suerte de iniciativas de carácter defensivo — aumento de los márgenes de lucro, grandes dificultades en las negociaciones intersectoriales de plazos e intereses, acumulación de activos líquidos — que afectaron de forma decisiva el comportamiento de la inflación, especialmente en las últimas semanas antes del nuevo paquete. Según los índices de inflación oficiales, los precios subieron cerca del 72.8% en enero, 84.3% en febrero y aproximadamente 44.8% en el período entre 1º al 15 de marzo⁸.

Con la ejecución del Plan Collor, éste cuadro se modificaría de forma drástica. En efecto, ante la profundidad y amplitud de las medidas adoptadas, se hizo evidente que la evolución de los principales indicadores económicos, en particular de la inflación y del nivel de empleo, estaría durante el resto del año fundamentalmente determinada por el desarrollo del plan de estabilización. El Plan Collor se componía de varios elementos: (i) un congelamiento de los precios sobrepuesto a un esquema de preestablecimiento de precios y salarios que sería activado después de 40 días de vigencia del congelamiento; (ii) un choque fiscal determinado por aumentos de impuestos, ahorro generado a través de la llamada reforma administrativa, cam-

⁸ Cifras con base en el IPC - IBGE, considerando sus respectivos períodos de recolección, o sea, teniendo en mente que la inflación reportada para el mes en cuestión hace referencia a la variación porcentual con respecto a los precios medios en el mes anterior.

bios en el perfil de la deuda pública mobiliaria y por el programa de privatización; (iii) un severo control de liquidez sin precedentes, creado por la "indisponibilidad" de activos financieros en manos del sector privado que previó la reforma monetaria.

Había un consenso absoluto entre los economistas sobre la necesidad de ejecutar una combinación de (i) y (ii), o sea, un combate decisivo al desequilibrio fiscal, – lo que de por sí ya era una novedad en relación con las experiencias de estabilización brasileras de los últimos años –, y un esquema de coordinación de precios y salarios, o sea, una "política de ingresos". La gran innovación que trajo el Plan Collor se refiere al punto (iii), esto es, el mecanismo de "confiscación" de la riqueza privada incorporado en la reforma monetaria. En experiencias de estabilización anteriores, en Brasil y en Argentina, la reforma monetaria había cumplido el papel de operar la "desindexación" financiera, o sea, la corrección de las expectativas de inflación incluidas en los pagos a plazo y contratos financieros preestablecidos a través de la llamada **tablita**.

Esta vez, sin embargo, la introducción de una nueva moneda se prestó para imponer un gravamen sobre todas las obligaciones monetarias y financieras contraídas en la "antigua" moneda. Se trataba, en verdad, de una mezcla de impuesto sobre la riqueza financiera – bastante evidente cuando se tiene en cuenta el recaudo del IOF (impuesto sobre operaciones financieras) – y del congelamiento forzoso de los títulos de corto plazo públicos y privados. La reforma monetaria transformó todos los depósitos a la vista y de ahorro, así como las operaciones en títulos públicos más allá de cierto valor, en depósitos de ahorro obligatorios en el Banco Central ⁹. Este mecanismo parecía reproducir de forma fiel muchas de las experiencias de reforma monetaria que se dieron en Europa al final de la Segunda Guerra Mundial, entre las

cuales la reforma alemana resultó siendo la más célebre¹⁰.

Los primeros efectos del plan de estabilización fueron dramáticos, inmediatos y muy claramente percibidos. Las lecturas iniciales de los índices de inflación "punta a punta" ¹¹, revelaron una deflación (-0.26%) durante las últimas dos semanas de marzo y una pequeña variación positiva (0.72%) entre la segunda semana de marzo y la segunda semana de abril ¹². Paralelamente a la restricción de liquidez se dio una cuasi-parálisis de muchas actividades altamente dependientes del crédito: la producción industrial cayó 26% en abril (con relación al nivel de abril de 1989), un "récord" en la historia de las estadísticas industriales brasileras, mientras que en sectores como material de transporte, por ejemplo, la caída fue aún más dramática (cerca del 50%)¹³.

El estado de confusión generado por el plan en las primeras semanas se multiplicó como resultado de varias dificultades administrativas, en gran medida debidas al reducido número de personas involucradas en su formulación y ejecución. La decisión de no dejar filtrar las deliberaciones iniciales sobre el plan limitó el tamaño del equipo económico de tal modo que el trabajo de revisión, perfeccionamiento y especificación de las medidas se vio perjudicado. Se observaron muchas dificultades operacionales y hubo considerable atraso en la expedición de circulares y decretos, así como en el esclarecimiento de aspectos operacionales, especialmente en el área financiera. En el mismo sentido, el atraso en llenar los cargos de segundo y tercer escalafón, así como el clima de enfrentamiento creado dentro de

¹⁰ Para una reseña detallada de esas experiencias, véase Gurley (1953).

¹¹ Es decir, índices contruidos a través de comparaciones de vectores de precios en una fecha contra vectores en otra fecha.

¹² Según índices de la Fundación - Instituto de Investigaciones Económicas (FIPE) para el costo de vida en San Pablo, *Gazeta Mercantil*, 8 junio 1990.

¹³ *Gazeta Mercantil* 8 junio 1990.

⁹ O sea, depósitos que rinden corrección monetaria más 0.5% al mes, no disponibles durante 18 meses y administrados por el Banco Central.

la administración pública por la amenaza de despido de 360 mil funcionarios públicos, trajeron más dificultades al alinear la máquina gubernamental en contra de la gestión del plan, y producir en el público en general "una permanente sensación de improvisación"¹⁴.

La normalización de la actividad económica a partir de mayo y junio se dio luego de un "destape", que posteriormente se consideró excesivamente generoso, de la liquidez represada por la reforma monetaria. La base monetaria creció 194% en términos reales en los tres primeros meses del plan (M1 creció 120%), como resultado de la liberación de restricciones al permitirse el pago de impuestos con cruzados previamente congelados, y de la apertura de los llamados "grifitos" ["torneirinhas"], o sea, líneas de crédito de emergencia creados para sectores en dificultades. Se recuperaron, en consecuencia, las ventas al detal y los indicadores de consumo regresaron a los niveles anteriores al plan. Se interrumpió la ola de despidos en el sector privado que asustó a las autoridades en las primeras semanas y se recreó un clima de normalidad económica.

Al mismo tiempo, la inflación se recuperó lentamente alcanzando niveles superiores al 10% según el criterio de "punta a punta" (año completo) para la tercera semana de junio. Las facilidades de liquidez, los factores estacionales, la solución de los desequilibrios de precios relativos y los efectos de **carry over** existentes en los contratos con gran periodicidad de reajuste (típicamente contratos de arrendamiento) fueron unánimemente responsabilizados del regreso de la inflación. A estas alturas, la expansión monetaria y la posibilidad ilimitada de liberar cruzados previamente represados, generaron un ambiente generalizado de descontrol.

La respuesta del gobierno se produjo a partir de fines de mayo cuando expiró el plazo para el pago de impuestos en cruzados, y el Banco Central

suspendió el mecanismo de redescuento automático para el financiamiento de cartera privada de papeles públicos, sustituyéndolo por un mecanismo punitivo; también se anunciaron metas draconianas para los principales agregados monetarios para el año de 1990. El público recibió muy bien las iniciativas y a pesar de cierto escepticismo inicial, quedó claro que el gobierno retomó el control de la situación. A partir de fines de junio, la inflación (calculada según criterio "punta a punta") pareció estabilizarse en torno del 10.5% mensual¹⁵, cayendo a partir de fines de julio a niveles de alrededor de 7.5%¹⁶. En ese momento la credibilidad del programa de estabilización, en especial en lo que concierne a política monetaria, llegó a su punto más alto.

Otras incertidumbres, sin embargo, parecen atormentar nuevamente a los gestores del plan, principalmente en el frente sindical, donde se ha hecho evidente una creciente radicalización a medida que se va conformando con mayor nitidez un cuadro recesivo, y las perspectivas de recuperación de los salarios reales en los segmentos organizados de la fuerza de trabajo se tornan sombrías. Al mismo tiempo, las victorias del gobierno en lo tocante a la política monetaria, aparentemente fueron importantes para apartar al Tribunal Superior del Trabajo (TST) de una postura "generosa" en el arbitraje de negociaciones colectivas; tal postura implicó, en los planes anteriores, un crecimiento de los salarios nominales fuera de tono con las metas de estabilización. La decisión del TST en el juicio de la huelga de la Compañía Siderúrgica Nacional (CSN) fue considerada por las autoridades como decisiva para mantener bajo control las negociaciones colectivas, potencialmente explosivas, especialmente en las áreas de los sectores eléctrico, bancario y petrolero. Esa nueva posición tornó ociosa la medida provisional que introducía una nueva Ley salarial para regular los

¹⁴ Carneiro (1990)

¹⁵ Montoro Filho (1990).

¹⁶ *Folha de São Paulo*, 16 agosto 1990.

reajustes salariales en las negociaciones colectivas anuales¹⁷.

Paralelamente, el Congreso, que había sido incapaz de reunir votos para modificar las políticas que definían el Plan Collor, logró aprobar una ley salarial que restituía la indexación mensual automática de los salarios; no obstante, el Presidente vetó la ley después de una difícil votación en el Senado donde venció por apenas 4 votos después de una derrota en la Cámara. El episodio expresa bien la fragilidad del apoyo parlamentario al gobierno.

Para el resto del año los pronósticos son de estabilización de la inflación, aún considerando las posibles consecuencias negativas de la crisis en el Medio Oriente. Por su parte, las perspectivas para el nivel de actividad no son nada alentadoras. Los mejores pronósticos disponibles suponen una caída del PIB del orden de 4.5% para 1990, cifra sin precedentes en la historia del país. La recesión parece instrumental para evitar que el conflicto entre empleados y patrones en los sectores oligopólicos se transforme en fuente de nuevas presiones inflacionarias. Enfrentado a un poder judicial tradicionalmente benevolente, y a un legislativo que no lo apoya en esta materia, tal vez el gobierno no logre evitar tener que hacer gastos y transferencias exagerados. En ese caso, como ya fue anunciado, la alternativa para salvar el programa del naufragio, será aferrarse a las metas estrictas de la política monetaria ya anunciadas para el resto del año. En ese contexto, la amenaza de reajustes salariales vinculados a la inflación pasada, y su transferencia inevitable a los precios, conduciría a una formidable estrechez de liquidez real y a más recesión.

II. EL NIVEL DE ACTIVIDAD

Muchos analistas han observado que el dinamismo de la producción industrial en 1989 no parecía coherente con el progresivo e inexorable deterioro del cuadro económico. En promedio, la producción industrial creció 4.4% en 1989, en un momento en el que la inflación se aceleró de 4.2% en marzo de 1989 – inmediatamente después de la implantación del congelamiento de precios del Plan Verano –, a 81.3% un año más tarde. A lo largo del segundo semestre se hicieron más agudas las incertidumbres resultantes de la polarización política que se perfilaba para las elecciones presidenciales en noviembre y diciembre. La perspectiva de un “no-gobierno” hasta marzo de 1990, cuando se posesionaría el nuevo Presidente, consolidó las expectativas de una explosión hiperinflacionaria. Como resultado de ello se generalizó la adopción de políticas “defensivas”; de ellas resultó una elevación significativa en la propensión a acumular existencias como estrategia de protección de riqueza en una coyuntura de hiperinflación, así como con el intento de parte de muchas empresas de maximizar la posesión de activos líquidos.

Como se puede ver en el Cuadro 1, hasta mediados de 1989, la producción industrial parecía responder positivamente al impulso proporcionado por el comportamiento de existencias; al final del año, sin embargo, cuando la inflación mensual alcanzó niveles del orden del 70% y cuando se agudizó la incertidumbre relacionada con la transición de gobierno, se observó una cierta desarticulación económica y una caída en la producción industrial. En alguna medida, se puede decir que estas políticas de “defensa” hicieron aún más vulnerables a las empresas al plan de estabilización; con la reducción de la demanda agregada que se produjo al iniciarse el plan, los altos niveles de existencias se volvieron aún más redundantes y los precios “inflados” fueron pesadamente penalizados por los consumidores, ya que la restricción de liquidez creó una severa disciplina de mercado. Además, la retención de activos líquidos terminó siendo una

¹⁷ Según la constitución brasilera, el ejecutivo puede proponer medidas provisionales al congreso, que tiene 30 días para aprobarlas, después de las cuales las medidas pierden validez.

Cuadro 1. BRASIL: INDICADORES DE ACTIVIDAD: INDICE DE PRODUCCION INDUSTRIAL ¹

Tipo de bien:		Producción industrial				Consumo ²			
		General	BK	Intermedios	Consumo ²	Liviano	Durable	General	GER-EX.VEI
1989	Enero	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	Febrero	96.5	95.5	94.9	102.1	101.6	117.9	111.2	109.5
	Marzo	98.8	89.9	94.2	110.6	115.9	148.0	132.3	129.4
	Abril	105.0	94.7	95.3	109.4	110.9	127.5	116.6	118.1
	Mayo	109.8	99.8	105.1	111.3	106.8	135.4	110.9	120.8
	Junio	113.7	106.5	112.7	110.5	113.2	121.8	116.4	119.4
	Julio	118.3	111.5	118.9	111.0	113.1	97.9	105.3	107.7
	Agosto	120.7	114.6	124.0	110.8	112.4	103.0	106.8	108.2
	Septiembre	115.7	110.4	119.7	108.4	114.9	105.6	108.0	110.1
	Octubre	117.5	108.7	120.1	109.5	112.2	99.5	104.3	105.6
	Noviembre	111.8	106.8	115.3	107.8	108.2	101.9	101.5	103.7
	Diciembre	108.4	108.7	108.9	106.4	105.2	112.1	103.7	105.2
1990	Enero	105.7	105.2	106.5	105.9	99.8	108.8	109.4	103.5
	Febrero	103.9	100.4	106.6	104.0	93.8	93.5	91.3	93.8
	Marzo	96.2	89.6	101.3	99.9	81.5	89.7	80.0	84.2
	Abril	82.3	75.7	81.2	89.2	87.9	110.5	93.2	96.1
	Mayo	-	-	-	-	89.7	134.5	108.0	107.4

Series desestacionalizadas.

¹ Producción física con ajuste estacional y para días festivos.² Comercio minorista de San Pablo.**Fuentes:** Instituto brasileiro de geografia y estadística (IBGE), Federación de Comercio de Estado de San Pablo, Instituto de investigación económica aplicada (IPEA).

estrategia de defensa autodestructiva, pues las empresas con mayor liquidez fueron justamente las más penalizadas por la indisponibilidad de activos financieros propiciada por la reforma monetaria.

En función de lo anterior, el Plan Collor tuvo un impacto violento sobre la actividad industrial. Los primeros síntomas aparecieron en los resultados de "Sondeo Coyuntural" de la Fundación Getulio Vargas, realizado entre mediados de abril y principios de mayo, el cual señaló el mayor porcentaje de registros de caída de producción en la historia de esa encuesta. Ello fué en seguida confirmado por las cifras alarmantes de la encuesta industrial de abril, que traía una caída de 21% del índice desestacionalizado para la producción industrial, como se puede ver en el Cuadro 1. Nótese que en los otros planes de estabilización

también se observaron caídas en la producción industrial, aunque de menor magnitud (9.1% en julio de 1987 como consecuencia del Plan Bresser, 5.6% en febrero de 1989 después del Plan de Verano).

En un primer momento, la reacción del gobierno frente a la caída en la producción industrial fue la de abrir los "grifos" de la liquidez, debido al temor de que la dosis excesiva de control monetario pudiese matar al paciente; así, a partir de mayo, las ventas parecen haber mostrado alguna recuperación, reflejando la progresiva normalización de las condiciones de la demanda doméstica. En mayo, la encuesta coyuntural de la Federación de Industrias de San Pablo (FIESP) mostraba que sólo el 57.9% de los encuestados anotaban la presencia de una situación de "mucha dificultad" creada por la caída

de las ventas, en contraste con el 82.7% observado en abril.

Era claro, a la luz de esa normalización del nivel de actividad, que la caída de la producción en abril no marcaba una tendencia sino apenas expresaba las dificultades iniciales de adaptación al Plan Collor. Pasados los primeros momentos, no obstante, se revelaron con claridad tres influencias contraccionistas importantes: (i) la caída en los salarios; (ii) el ajuste fiscal; (iii) la restricción monetaria. Respecto a los salarios reales, como se puede apreciar en el Cuadro 2, en mayo tuvieron una caída mensual de cerca del 18% en la industria paulista¹⁸. La masa salarial revela un comportamiento muy semejante

Cuadro 2. BRASIL: INDICE DE EMPLEO, SALARIOS Y MASA SALARIAL - INDUSTRIA DE SAO PAULO¹
(Enero de 1989 a Mayo de 1990)

		Nivel empleo	Sal. medio real	Masa salarial
1989	Enero	100.0	100.0	100.0
	Febrero	99.4	86.2	86.0
	Marzo	99.0	89.8	89.6
	Abril	99.0	94.4	94.5
	Mayo	99.3	93.8	94.4
	Junio	100.1	84.8	86.1
	Julio	101.0	90.9	93.0
	Agosto	102.2	92.2	95.5
	Septiembre	103.0	88.5	92.1
	Octubre	103.5	94.6	99.0
	Noviembre	103.5	104.1	108.9
	Diciembre	103.6	104.2	108.6
1990	Enero	103.2	94.1	98.0
	Febrero	102.1	86.6	90.0
	Marzo	100.8	82.6	85.1
	Abril	98.7	69.3	70.1
	Mayo	96.4	67.9	67.1

¹ Series desestacionalizadas, deflactor INPC.

Fuentes: IBGE, IPEA y Federación de industrias de San Pablo (FIESP).

¹⁸ La caída fue cercana al 35% en relación con diciembre de 1989.

reflejando ajustes en las horas trabajadas y días festivos, y aún en los salarios nominales en los primeros momentos del plan; no tanto en los niveles de empleo, que no sufren gran alteración a comienzos del plan. En efecto, el nivel de empleo en la industria paulista cayó apenas 5% en 1990, o sea, mucho menos que la producción, lo que sugiere que la industria ha estado en un proceso de ajuste a los niveles más bajos de demanda y que los despidos pueden acontecer en mayor escala en los próximos meses, profundizando los efectos recesivos de la pérdida del salario real promedio.

En lo que se refiere a la influencia del ajuste fiscal sobre el nivel de actividad, si suponemos un multiplicador unitario, la reducción del déficit sería coherente con una caída del PIB del orden del 10.4%, en caso de que se confirmen las metas fiscales contenidas en la revisión presupuestal de julio de 1990¹⁹.

Las proyecciones disponibles para el crecimiento PIB industrial en 1990, que se muestran en el Cuadro 3, señalan una caída de 9.8% y, teniendo en cuenta una expectativa de descenso inusitado del producto agrícola (-4.7%), se registraría una recesión peor que la del comienzo de la década.

III. LA POLITICA MONETARIA

La experiencia con otros planes de estabilización heterodoxos en el Brasil hizo creer a la mayor parte de los observadores que la conducción de una política monetaria que pudiese hacer sostenible un congelamiento de precios, exigía más que el simple mantenimiento de altas tasas de interés. Esa impresión se derivaba, en gran medida, del hecho de que pese a la contracción monetaria, la riqueza financiera como proporción del PIB, (esto es, la razón M4/PIB) había alcanzado un valor muy elevado en los últimos meses del gobierno Sarney: entre 26% y 40% del PIB, según el deflactor que se utilice (Cuadro 4). Es decir, se entendía que había

¹⁹ Wernick (1990)

Cuadro 3. BRASIL: PRODUCTO INTERNO BRUTO: RESULTADOS DEL PRIMER SEMESTRE DE 1990 Y PROYECCIONES PARA EL AÑO
(Tasas de variación % acumulada en 12 meses)

Trimestre	Observada	Prevista			
		90.I	90.II	90.III	90.IV
PIB Total	5.0	0.9	-2.8	-4.7	
AGROPECUARIO	0.8	-0.5	-0.3	-1.2	
Agricultura	1.1	-1.3	-3.2	-3.1	
Prod. Animal	0.3	2.7	2.5	0.3	
INDUSTRIA	6.7	0.9	-5.5	-9.8	
Constr. civil	7.1	2.2	-3.8	-7.6	
Transform.	5.7	-0.1	-7.3	-12.0	
Extracc. minera	12.0	8.3	7.4	6.4	
S. ind. util. publ.	5.1	5.3	4.0	0.7	
SERVICIOS	4.7	2.7	0.6	-1.9	
Comercio	5.4	0.5	-3.9	-10.0	
Transporte	5.1	2.5	0.5	-0.9	
Comunicación	19.0	19.5	19.1	19.9	
Instituc. financ.	1.2	0.2	-1.3	-2.7	
Gobierno	2.1	2.1	2.1	2.1	
Otros servicios	3.1	2.1	0.0	-2.1	

Fuente: IPEA.

habido una acumulación de riqueza bajo la forma de activos líquidos en volumen mucho mayor de lo que era de esperar dado el proceso de desmonetización; en otras palabras, se había producido un proceso de sustitución de activos monetarios por activos financieros indexados.

En esas condiciones, se creía que había un exceso de liquidez en el sistema y, por consiguiente, subsistía el peligro potencial de una remonetización muy rápida a través de la conversión descontrolada de activos financieros que volvieran a M1, con consecuencias desastrosas para el programa de estabilización. En cierta medida la situación era similar a la que prevaleció en muchos países europeos después de la segunda guerra mundial: un gran exceso de poder de compra reprimido, acumulado en la forma de activos

líquidos, y listo a ser transformado en mercancías en el momento en que los mercados dejaran de ser regulados²⁰. De acuerdo con ese diagnóstico, para permitir la resurrección de la política monetaria como instrumento de estabilización o de regulación de la liquidez, debería procederse a convertir de alguna manera obligatoria (probablemente engañando al público [con "calote"]) los papeles públicos -Letras Financieras del Tesoro Nacional (LFTs)- en títulos a largo plazo²¹.

Tal como se hizo en muchas de las experiencias europeas, la reforma monetaria del presidente Collor inmovilizó parte de los depósitos bancarios y de otros activos líquidos, transformándolos en activos redimibles sólo 18 meses después del 15 de marzo de 1990. Así, fueron obligatoriamente transformados en cuentas de ahorro en el Banco Central (con corrección monetaria y 0.5% de interés al mes) todos los valores superiores a Cr\$50,000 en la forma de depósitos a la vista, depósitos de ahorro y operaciones de tipo **overnight**.

Estas medidas forzaron un alargamiento de los plazos de las operaciones de activos líquidos en la economía. Pero además, impusieron un impuesto "**once and for all**" que recaía sobre tenencias de acciones, recursos de fondos al portador y retenciones de oro a través del Impuesto sobre Operaciones Financieras (IOF): un verdadero "**capital levy**". Con ello y con las extraordinarias caídas de precios en esos mercados, incluido también el dólar en el mercado paralelo, los inversionistas resultaron fuertemente perjudicados²². La preocupación del Banco Central fue la de

²⁰ Véase Gurley (1953).

²¹ Una dificultad adicional tenía que ver con el tipo de título utilizado para la práctica de operaciones de mercado abierto. Con un título como el LTF, los intereses altos generaban gasto público y por tanto expansión monetaria, creando un círculo vicioso que volvía expansionista una política que pretendía ser contraccionista. En función de ello, la reforma reintrodujo el LTN, un título público con valor e interés prefijados.

²² En el mercado paralelo la gigantesca caída en las cotizaciones fué movida también por el hecho de que el Banco Central intervino en el mercado vendiendo oro para valorizar el tipo de cambio mediante operaciones de arbitraje.

Cuadro 4. BRASIL: COMPOSICION DE M4 Y PORCENTAJES BLOQUEADOS POR LA REFORMA MONETARIA

	Valor a 28 Marzo Cz.\$ trillones	Composición (%)	Valor en dólares		% PIB ¹		Porcentaje Bloqueado	Porcentaje Disponible (% PIB)	
			Cz.\$ 31 por dólar	Cz.\$ 50 por dólar	Cz.\$ 31 por dólar	Cz.\$ 50 por dólar		Cz.\$ 31 por dólar	Cz.\$ 50 por dólar
M1	231.20	6.42	7.46	4.62	2.67	1.66	25	2.00	1.24
Títulos Publ. Fed.	1770.20	49.19	57.10	35.40	20.47	12.69	75	5.12	3.17
Tit. Publ. Est. Mun.	383.20	10.65	12.36	7.66	4.43	2.75	75	1.11	0.69
Depósito a plazo	255.50	7.10	8.24	5.11	2.95	1.83	75	0.74	0.46
Dep. Pop.	937.00	26.04	30.23	18.74	10.83	6.72	67	3.58	2.22
Otros	21.70	0.60	0.70	0.43	0.25	0.16	75	0.06	0.04
Total M4	3598.80	100.00	116.09	71.98	41.61	25.80	-	12.61	7.82

¹Considerando un PIB de US\$279 billones.

Fuente: Banco Central (BACEN), Programa Económico de Brasil.

penalizar uniformemente la riqueza financiera líquida sin permitir que ninguna modalidad de inversión se le escapase.

Dos resultados inmediatos, bastante evidentes, de la reforma monetaria fueron: por un lado, la creación instantánea de una restricción de liquidez de grandes proporciones y, por el otro, un efecto riqueza negativo en virtud del "empobrecimiento" de los penalizados y/o de los que sufrieron una transformación de sus activos líquidos en ilíquidos. En los dos casos se hizo muy difícil evaluar la extensión real de los efectos. La liquidez se vio reducida no sólo por las políticas que restringieron los activos líquidos, sino también por el éxito instantáneo del programa de estabilización²³. No obstante, aunque era claro que había casos dramáticos de problemas de liquidez, los cálculos agregados no parecían indicar un desajuste muy grande de la relación M1/PIB. A juzgar por los datos del Cuadro 4, la proporción del volumen de recursos monetizables, o sea, recursos que escaparon a la "confiscación", estaría entre el 7.8% y

12.6% del PIB; cifra que parece caracterizar una situación de falta de liquidez, pero no dice mucho sobre la real extensión del problema. Aparentemente la impresión de extrema falta de liquidez en las primeras semanas se debió a la "mala distribución" de la liquidez existente y a la desintermediación financiera derivada de las dificultades, sobre todo administrativas, de parte del sistema bancario para adaptarse a las nuevas medidas.

La conducción de la política monetaria en las semanas que siguieron a la expedición del paquete de medidas estuvo muy afectada por el clima de catástrofe creado por la multiplicación de pequeños pleitos para desbloquear cruzados, los cuales involucraban a pensionados, pequeños ahorradores, personas que economizaron para comprar (o los que habían acabado de vender) inmuebles, además de empresas en dificultades. Presiones para flexibilizar venían de todos los lados, siendo buena parte de ellas legítimas; ante ellas, las autoridades fueron bastante liberales, lo que terminó por transmitir una imagen de descontrol.

El Cuadro 5 permite evaluar en forma más detallada la política monetaria en los primeros meses del plan. Nótese que como resultado de la

²³ Carneiro y Goldfajn (1990).

Cuadro 5. BRASIL: EFECTOS DE LA REFORMA MONETARIA SOBRE M4 Y PROGRAMACION PARA 1990
(En Cr.\$ billones)

Discriminación	19 marzo a a junio	Junio a septiembre	Octubre a diciembre	Total
A. Conversiones previstas en el texto original	2889.4	19.4	19.8	2924.2
Valores no bloqueados	1404.9	0.0	0.0	1404.9
Impuestos	912.4	0.0	0.0	912.4
Contrib.seg.social	111.4	0.0	0.0	111.4
Oros	460.7	0.0	0.0	460.7
B. Conversiones autorizadas posteriormente	397.0	56.0	55.7	508.7
Jubilados/pensionados	195.0	0.0	0.0	195.0
Nómina salarial	41.7	0.0	0.0	41.7
Soc. beneficencia	46.0	0.0	0.0	46.0
BNDES (decreto PIB)	35.7	56.0	55.7	147.4
C. Operaciones típicas del Banco Central	303.9	108.3	35.7	447.9
Sector externo	270.5	125.0	52.4	447.9
Préstamos de liquidez	33.4	-16.7	16.7	0.0
Nómina salarial	0.0	0.0	0.0	0.0
Financiamiento vivienda	33.4	-16.7	-16.7	0.0
D. Tesoro Nacional	253.8	-4.0	28.4	-229.4
E. Factores residuales y exógenos	423.0	53.9	52.1	529.1
F. Flujo en el período	3759.5	229.1	191.8	4180.5
G. Saldo	3759.5	3988.7	4180.5	4180.5
Fuente: BACEN				

reforma monetaria el saldo en circulación de M4, que era Cr.\$4.200 billones el 15 de marzo, entre ese mes y junio se redujo a Cr.\$ 3.759.6 billones²⁴. De este total, o sea, de la expansión estimada de M4 durante el período marzo-junio, cerca del 77% correspondió a las conversiones previstas en el texto original de la reforma monetaria: es decir, los valores no afectados por el bloqueo, el empleo de los cruzados bloqueados para pagos de impuestos y contribuciones de seguridad social. Las posteriores

“conversiones autorizadas”, relacionadas con el mencionado esfuerzo de flexibilización del gobierno para resolver pleitos de pensionados, (los llamados “grifitos”) y líneas de crédito especiales en el Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social (BNDES) o en la red bancaria privada para el financiamiento del pago de nóminas, daban cuenta de una expansión adicional de cerca del 28% sobre el saldo del 19 de marzo. Los otros factores — operaciones típicas del Banco Central, Tesoro y saldos— completaban el 167% de expansión de M4 sobre dicho saldo lo que, no obstante, aún representaba una contracción sobre la situación anterior a la ejecución del paquete.

²⁴ Estas cifras corresponden a Cz. \$ 4,200 trillones y Cz \$ 3,759 trillones, respectivamente

Cuadro 6: BRASIL: AGREGADOS MONETARIOS (Variación % en el período indicado)

Plan:	Base monetaria		M1		M4		Títulos en P.P.	
	Nominal	Real ¹	Nominal	Real ¹	Nominal	Real ¹	Nominal	Real ¹
CRUZADO								
Marzo, abril, mayo 1986	110.0	100.0	146.0	135.0	16.6	11.3	10.8	5.8
BRESSER								
Junio, julio, agosto 1987	91.2	54.4	31.2	5.9	29.5	4.6	27.7	3.2
VERANO								
Enero, febrero, marzo 1989	59.1	19.5	72.7	29.7	80.4	35.5	78.7	34.2
COLLOR								
Marzo, abril, mayo 1990	558.0	194.0	394.0	120.0	12.8	-49.7	-34.6	-70.8

¹ Deflactados con el JPC-IBGE y los índices punta a punta, en los casos necesarios.

Fuente: BACEN.

El Cuadro 6 muestra el contraste entre la contracción de M4 verificada en el Plan Collor y lo observado en los otros planes de estabilización. La recuperación de M1, va en el sentido opuesto pues superó por amplio margen la remonetización ocurrida en otros planes. Esto no llegó a ser comprometedor en sí, al tener en cuenta que en el caso del Plan Collor hubo una reducción en las reservas monetarias a través de la reforma monetaria.

La respuesta de las autoridades ante la opinión generada de que se había producido un colapso en la política monetaria, fue la presentación de la programación monetaria para el resto del año, que se ve en el Cuadro 5. Por primera vez en muchos años, el Banco Central se comprometía con metas monetarias y, más importante aún, de manera draconiana: crecimiento de M4 de 6.1% en el tercer trimestre, 4.8% en el cuarto, y 9.1% para M1 en el segundo semestre. Cuando se tiene en mente que la inflación debía superar esas cifras por un margen amplio, se percibe que la liquidez real debía deprimirse en términos reales y ampliarse el impulso recesivo, con una velocidad tanto más elevada cuanto mayor fuera la inflación. Con ello,

la política monetaria se torna rehén de su propio éxito, pues, cuanto más acentuada la reducción en la inflación, mayor la demanda de dinero y también mayor la restricción de liquidez²⁵.

Resta saber, evidentemente, si estas metas serán respetadas. En ese sentido fue importante que el Banco Central pusiese fin a mecanismos que le otorgaban un carácter endógeno al proceso de creación de dinero y a la generación de expectativas inflacionarias. Al respecto, fueron importantes dos prácticas ejecutadas a partir de fines de mayo: (i) la adopción de un procedimiento de redescuento de naturaleza punitiva para las instituciones financieras que no consiguieran colocar sus portafolios de papeles públicos. En el sistema anterior, el Banco Central se comprometía a recomprar (o a financiar) los papeles públicos que las instituciones no logran transferir, sin presionar los intereses **overnight**. En la práctica, el anterior era un sistema en el cual la tasa de interés básica del sistema (la **overnight**) era dada y la oferta de dinero se volvía

²⁵ Werneck (1990)

endógena. Al eliminar esa práctica, el Banco Central anunció claramente al mercado que su política monetaria iba en serio. (ii) Con el redescuento punitivo, las tasas de interés, especialmente las de operaciones **overnight**, se tornaron muy inestables y el Banco Central se aprovechó de ello para favorecer fluctuaciones y dispersión de tasas a lo largo del día, haciendo que el mercado abandonase la tasa del **overnight** como indicador de inflación instantánea y, por tanto, como mecanismo de indexación.

Es evidente que para garantizar a los agentes el cumplimiento de las metas monetarias, era necesario asegurar que la situación fiscal permaneciera bajo el control del gobierno. Surgieron muchas dudas sobre la extensión real del ajuste fiscal del nuevo gobierno, como se verá con detalle en la próxima sección. Pero es bastante evidente, a la luz de los resultados de caja del Tesoro para el primer semestre, que la programación monetaria no saldrá muy perjudicada. Ello, incluso si se confirman pronósticos pesimistas sobre la evolución de las cuentas fiscales para el segundo semestre de 1990. Si, por ejemplo, se llegara a presentar un saldo por financiar del orden del 3% del PIB (cerca de Cr.\$ 900 billones en cruzeiros corrientes) y si esta cifra se inserta en la Cuenta del Tesoro del Cuadro 5 en el tercer y cuarto trimestres, las expansiones trimestrales de M4 se elevarían hasta el 18% y el 14.5% respectivamente, en caso de que no hubiera esterilización a través de la deuda pública. Esas cifras no lograrían cambiar la orientación contraccionista de la política monetaria, de modo que el financiamiento del déficit no debe enfrentar dificultades; menos aún si se tiene en cuenta el éxito en la colocación de los mencionados LTNs. En efecto, los Cr.\$ 679 billones colocados hasta el 22 de junio equivalían a cerca de US\$ 11.3 billones, lo que en cierta medida invalida las evaluaciones pesimistas respecto a la capacidad del gobierno para financiarse en el mercado con títulos y sin el mecanismo de recompra automática del Banco Central.

En general, se han cumplido las metas monetarias,

incluso con cierta amplitud, aumentando la credibilidad en la política monetaria como uno de los principales pilares del programa de estabilización.

IV. EL AJUSTE FISCAL

En la era Sarney se volvió un lugar común observar que los sucesivos planes de estabilización eran “anestesiás sin cirugía”, básicamente porque los congelamientos de precios no estaban complementados con medidas que restablecieran el equilibrio financiero del sector público. A lo largo de la llamada Nueva República la situación fiscal se deterioró continuamente y en 1989, en vísperas de la ejecución del Plan Collor, el país experimentaba un déficit público (concepto operacional) del orden de 7.3% del PIB (Cuadro 7). Para 1990 el déficit podría llegar, en función de las nuevas disposiciones constitucionales, al 9.1% del PIB. La corrección de esa situación se convertía en una tarea esencial del nuevo gobierno y un **sine qua non** para el éxito del Plan.

La posesión del nuevo Presidente trajo consigo, como ya se esperaba, diversas medidas destinadas a reducir el déficit y a contrarrestar las influencias expansionistas derivadas de las últimas acciones del gobierno Sarney (especialmente los contratos y aumentos de salarios que caracterizaron a los llamados “trenes de la alegría”), y de las reformas introducidas por la nueva Constitución (sobre todo las transferencias de ingresos tributarios a estados y municipios) cuya vigencia comenzaría a partir del año fiscal de 1990. Entre esas medidas se destacan: i) introducción del IOF (ver capítulo I); ii) reducción o eliminación de concesiones fiscales ligadas al impuesto de renta de las empresas; iii) impuesto de importación y sobretasa aplicada a bienes importados; iv) eliminación de incentivos fiscales a las actividades exportadoras y agrícolas; v) perfeccionamiento de la indexación de diversos impuestos; vi) ampliación del impuesto sobre la renta rural; vii) eliminación del anonimato fiscal con respecto al manejo de cheques y fondos al portador; y viii) aumento de algunas alícuotas para

Cuadro 7: BRASIL: NECESIDADES DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PUBLICO -CONCEPTO OPERACIONAL-, 1986-1990 (% del PIB ¹)

	1986	1987	1988	1989 (2)	Potencial Pre-plan (3)	Estimativo actual julio 6/90	Ajuste
Total	3.60	5.52	4.51	7.29	9.15	(1.22)	-10.7
1. Presupuesto general de la Unión	1.30	3.10	3.33	4.20	7.82	(1.65)	-9.47
2. Gobiernos estat. y municipales	0.94	1.56	0.33	0.56	0.30	(0.23)	-0.53
3. Empresas estatales	1.35	0.85	0.84	2.53	1.02	(0.66)	-0.36

¹ Valores del PIB en Cr\$ mil

(2) A partir de 1989, inclusive las obligaciones de la deuda pública y el resultado del BACEN pasaron a ser ajustados con base en el IPC del mes (+1)

(3) Los valores difieren de la proyección anterior en razón del cambio de parámetro para el PIB nacional

Fuentes: Ministerio de Economía, BACEN

el impuesto sobre productos industriales (IPI).

Del lado del gasto se destacan: i) la reducción en los costos de financiación de la deuda interna derivados de la conversión obligatoria de LFTs en cuentas de ahorro; ii) continuación de la suspensión de los pagos relativos a la deuda externa; iii) medidas ligadas a la llamada reforma administrativa, o sea, el despido de funcionarios públicos, reorganización ministerial, eliminación de algunos organismos públicos, restricciones a viajes, dimisión de funcionarios y eliminación de empleos, así como la venta de vehículos y bienes federales; iv) reajuste en los valores reales de las tarifas públicas, a lo que en buena parte se procedió antes de la posesión del nuevo gobierno; y v) mayores restricciones a la financiación de compromisos relativos a la deuda externa de estados y municipios (que el gobierno federal ya viene aplicando).

Pese a la profundidad de las medidas tomadas en el área fiscal, existe cierto escepticismo con respecto al cumplimiento de las metas de ajuste, las cuales se fijaron efectivamente en valores muy ambiciosos. Hay, en primer lugar, dificultad en aceptar que el

déficit efectivamente desaparecerá, conforme se sugiere en el Cuadro 7, dado el modo como el gobierno trató las emisiones de moneda, en su revisión presupuestal. La más reciente revisión del presupuesto para 1990 revela que persiste un déficit operacional del orden del 3.6% del PIB (Cuadro 8). El contraste entre esta cifra y la cifra oficial del Cuadro 7 se explica por el hecho de que el presupuesto trae la cuenta "resultado del Banco Central" como ingreso, lo cual no es apropiado, pues dicho Banco no posee ningún ingreso propio diferente del "señoraje" que obviamente debe figurar **por debajo de la línea**²⁶.

De una u otra forma, el progreso en la gestión de las cuentas públicas, medido por los resultados de caja para el primer semestre, es extraordinario (Cuadro 9). Entre los items que más contribuyeron se destacan la reducción en los desembolsos para el servicio de la deuda pública, la recaudación

²⁶ La distorsión fue señalada por Toledo (1990a) y fue objeto de una respuesta por parte de miembros del equipo de gobierno – véase Biasoto y Barbosa (1990)-.

Cuadro 8. BRASIL: PRESUPUESTO DE LA UNIÓN, 1990
(% del PIB)

1.	Ingresos líquidos	8.3
1.1	Ingresos corrientes	11.0
1.2	Distribución Fed., Estadística	2.7
2.	Gastos públicos	11.6
2.1	Personal y obligaciones	5.3
2.2	Costos de la deuda	2.1
2.3	Inversiones	0.6
2.4	Otros gastos	3.6
3.	Déficit (1- 2)	-3.3
4.	Presupuesto benefic.	0.0
5.	Operac.oficial de crédito	-0.3
6.	Déficit Total de la Unión (3 + 4 + 5)	-3.6
Usos y fuentes		
7.	Amortiz deuda pública	-1.6
8.	Resultado del BACEN	4.0
9.	Venta de activos	1.2
10.	Financiamiento total (7 + 8 + 9)	3.6

Fuentes: Toledo (1990a y 1990b) y Ministerio de Economía.

extraordinaria del IOF y los anticipos de pago de impuestos motivados por la posibilidad de emplear cruzados bloqueados. En el Cuadro 9 se observan grandes superávits de caja en abril y mayo - Cr.\$ 153.6 y Cr.\$ 148.4 billones, respectivamente -, lo que supera la meta referida en la programación monetaria para el segundo semestre presentada en el Cuadro 5 (que preveía un superávit de Cr.\$ 254 billones). Nótese, a título de comparación, que en los primeros cinco meses de 1989 el déficit del Tesoro llegó a Cr.\$ 270 millones, o sea, 2.6% del PIB²⁷. En términos anualizados eso equivaldría a

cerca de 6.3% del PIB. Para los primeros seis meses de 1990 el resultado de las cuentas del Tesoro es positivo, haciendo suponer que las cuentas públicas totales —O.G.U. y cuentas parafiscales— fueron efectivamente ajustadas en ese período.

Prevalecen, no obstante, diversas indefiniciones relativas al ajuste fiscal que se reflejan en dudas sobre el resultado financiero del Tesoro para el tercer y cuarto trimestres del año. Las principales incertidumbres se relacionan con los siguientes puntos:

(i) La recaudación tributaria en el primer semestre creció 59% en términos reales reflejando anticipos de pago e impuestos "por una sola vez" que no deberían estar presentes en el segundo semestre. Nótese que hay un enorme descenso en el ingreso tributario en junio (de Cr.\$ 611 en mayo a Cr.\$ 285 billones) y si ese valor fuese proyectado para el segundo semestre, el total del ingreso en el año sería apenas ligeramente superior al del año pasado.

(ii) Los gastos de seguridad social y de personal registraron un aumento real de 61% con relación al primer semestre de 1989 debido a las nuevas disposiciones constitucionales y deberán aumentar aún más en el segundo semestre, pues difícilmente el gobierno podrá mantener congelados los salarios de la burocracia y los beneficios laborales de inactivos si las tasas de inflación permanecen alrededor de 10% mensual.

(iii) Los gastos por concepto de la deuda externa se redujeron mucho en el segundo trimestre del año, lo que puede no ocurrir en el segundo semestre cuando el acuerdo externo se concrete.

(iv) La contracción de los gastos, así como los recortes de inversión anunciados para las empresas estatales, deben ser considerados como un préstamo, pues básicamente implican una postergación.

(v) En vista de las dificultades de control gerencial

²⁷ Longo (1990)

Cuadro 9. BRASIL: O.G.U. RESULTADO DE CAJA, ENERO-JULIO 1990¹

Resultado	Enero	Febrero	1-15 marzo	15-31 marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Var.% [*] 90/89
I - FLUJO FISCAL (Operaciones corrientes)									
A. Ingresos	151770	141230	95870	170593	409991	611288	285147	331384	41
1. Recaudo	148821	125833	90768	169919	310322	610716	263114	284033	55
2. Incentivos fiscales	-978	-1724	0	0	0	-13482	0	0	-
3. Rec. oper. ofic. de crea	3928	17120	5120	674	19669	14054	22033	31192	-29
B. Gastos	-378707	-335597	-230635	-69894	-256187	-499727	-261882	-307824	-52
1. Gastos atados (vinculados)	-47637	-47637	-39260	-41093	-72939	-216885	-92800	-88364	-5
- Estado y Municipios	-30134	-38862	-36541	-34206	-53719	-145777	-64548	-4761	71
- Otras vinculaciones	-17053	-7494	-2719	-6887	-14220	-71108	-28252	-11135	11
2. Gastos Ordinarios	-324902	-262139	-177760	-23651	-163907	-261974	-154470	-212613	-17
- Personal	-60925	-80631	-84677	-14233	-134516	-141382	-147075	-134500	57
- Serv. deuda	-563	-14160	-15507	0	-371	-17751	0	-5100	-32
- Enc. div. mobil	-260180	-142579	-64437	0	-14364	-7503	-7106	0	-42
- Otros Gastos	-3235	-24768	-13138	-9417	-15657	-95337	-289	-40892	-30
3. Gastos oper ofic de cred.	-6167	-27102	-13615	-5151	-11341	-20868	-14612	-24227	-72
4. Refinanciación deudas con aval de la Unión (MF)	-2772	-9558	-13136	0	0	-7675	0	-7023	-28
5. Otros	-37086	14864	35311	-35146	-166	-17085	-93380	-7710	-47
C. Resultado	-226937	-194367	-134765	100699	158804	111561	23265	23560	-114
II - FINANCIACION									
Remuneración disponible	77167	147322	31202	75876	11676	0	65526	141022	-
Resultado BACEN	150560	0	0	0	0	107000	400000	505704	275
Oper crédito Unión	861544	405319	189881	0	120090	0	0	0	-78
Recuperación de la deuda móvil	-549128	-277877	-125444	0	-105726	-64583	-171133	-134539	-72
Colocación CPs	0	0	0	0	0	0	0	10925	-

¹Precios de junio de 1990, deflactados por el INPC hasta febrero y variación de la GTN a partir de marzo de 1990.

^{*} Relación entre ene-jul/90 y ene-jul/89.

Fuentes: Ministerio de Economía, STN, CNI.

que el gobierno viene enfrentando, hay que desconfiar de los "recortes" voluntarios propuestos por las empresas estatales, que pueden ser ficticios.

(vi) Los recaudos del señoreaje (incluido en "Resultado del BACEN") en el Cuadro 9 se explican a raíz de la remonetarización de la economía. Esas entradas desaparecerán a partir de julio.

(vii) No están claros los efectos de la colocación líquida de papeles públicos. Por lo que se sabe, las subastas para la colocación de LTNs produjeron un volumen de recursos del orden de Cr.\$ 679 billones, que no se sabe si fueron cotejados con la amortización de LFTs en el Cuadro 9, o si simplemente no fueron considerados.

(viii) Los ingresos por la colocación de Certificados de Privatización (CPs)²⁸ pueden contribuir de manera significativa al flujo de caja en el segundo semestre, si bien en un volumen aún incierto (Cuadro 9). La expectativa inicial era de obtener recursos del orden de Cr.\$ 400 millones, lo que quizá no se cumpla cabalmente.

(ix) Las transferencias a estados y municipios crecieron un 113% real en el primer semestre, lo

²⁸ Conforme a lo establecido en el programa de privatización del gobierno de Collor, las instituciones financieras deberán adquirir estos CPs – que son títulos cuya corrección monetaria disminuye a medida que pasa el tiempo – los cuales podrán ser posteriormente canjeados por acciones de empresas estatales que vayan a ser privatizadas

Cuadro 10. BRASIL: TASAS DE INFLACION SEGUN INDICES ALTERNATIVOS, ENERO-JULIO 1990 (%)

Período	IPC-IBGE	IPC-FIPE	INPC-TBGE	IPCA-IBGE	IGP-01 FGV	IPA-01 FGV	IPC-FGV	INCC-FGV	IPC- OIEESE
1990									
Enero	56.11	74.53	68.19	67.55	71.90	72.63	72.84	64.68	74.00
Febrero	72.78	70.16	73.99	75.73	71.68	73.99	67.52	71.26	77.23
Marzo	84.32	79.11	82.18	82.39	81.32	82.04	80.74	78.41	79.68
Abril	44.80	20.19	14.67	15.52	11.33	9.98	17.24	1.67	22.29
Mayo	7.87	8.53	7.31	7.59	9.08	9.93	9.63	0.99	11.26
Junio	9.55	11.70	11.67	11.75	9.02	7.32	12.75	7.42	10.56
Julio	12.92	11.31	12.62	12.92	12.98	11.57	14.71	16.67	13.63
Acumulado	860.61	762.69	725.03	742.25	700.40	691.53	769.94	543.71	847.12
En 12 meses	4947.81	4472.32	4569.24	4749.03	4469.44	4515.12	4654.55	3613.50	5240.20
Tasa promedio	38.15	36.05	35.18	35.58	34.60	34.39	36.21	30.47	37.88

Fuente: CNI, Informe Coyuntural 56.

que es preocupante y debe motivar medidas compensatorias, tales como restricciones a la refinanciación de deudas de estados y municipios por parte de la Unión. En efecto, el Cuadro 9 muestra ya una reducción real significativa (26%) en los valores refinanciados, indicando que este puede ser un mecanismo para compensar las transferencias determinadas por la Constitución.

V. PRECIOS Y SALARIOS

Las incertidumbres derivadas de la inacción del gobierno de Sarney a lo largo de 1989, y que habrían de perdurar hasta la posesión del nuevo gobierno, tuvieron un impacto decisivo en los procesos de formación de precios. Las expectativas cada vez más alarmistas de explosión de los precios y la incertidumbre sobre el tipo de plan de estabilización que sería lanzado el 15 de marzo, hicieron crecer considerablemente la dispersión de precios relativos. Ello creaba problemas para una estabilización súbita vía congelamiento de precios, pues ésta requería el mantenimiento de una presión contraccionista por el lado de la demanda -o por el lado de la liquidez-, durante un período prolongado, a fin de evitar que el realineamiento de precios relativos provocase una "inflación correctiva".

La experiencia del Plan Collor demostró que la combinación de congelamiento y restricción de liquidez fue sorprendentemente eficaz para garantizar la continuidad del primero y, aún más, para que el ajuste de los desequilibrios de precios relativos se hiciera a través de una **deflación** correctiva. Los precios permanecieron efectivamente estables desde el 15 de marzo hasta por lo menos finales de abril (Cuadros 10 y 11). Utilizando índices del tipo "punta a punta", los precios cayeron 0.26% desde el 15 de marzo hasta el fin del mes y subieron 3.3% a lo largo del mes de abril²⁹. Teniendo en cuenta la metodología más utilizada en Brasil para el cálculo de los índices de inflación, la de comparación de "promedios contra promedios", una estabilización súbita de los precios no se refleja inmediatamente en los índices, como se puede ver en el Cuadro 10. Todos los indicadores que se muestran en el cuadro acusan inflaciones altas para abril derivadas enteramente del fenómeno del **carry over** estadístico.

²⁹ La caída corresponde a la cuarta semana de marzo con respecto a la segunda y la subida a la cuarta semana de abril contra la cuarta semana de marzo. *Gazeta Mercantil*, 8 de junio de 1990.

Cuadro 11. BRASIL: COSTO DE VIDA EN SAN PABLO (Variación porcentual en el período indicado)

Item	Cálculo punta a punta		Precios medios [Variación en cada semana]												
	9-15 abril	24-30 abril	Mayo			Junio				Julio				Agosto	
	9-16 marzo	24-30 marzo	2a.	3a.	4a.	1a.	2a.	3a.	4a.	1a.	2a.	3a.	4a.	1a.	2a.
Alimentación	2.28	1.51	2.65	3.46	4.96	6.84	8.85	11.0	12.7	13.1	13.3	12.7	11.3	10.5	9.7
Transporte	-0.05	0.04	0.24	0.16	0.13	0.10	0.17	2.45	5.58	8.93	12.3	10.7	7.65	4.85	3.7
Educación	-0.67	-0.44	1.49	1.21	0.44	1.21	1.10	1.17	1.01	9.52	9.57	10.5	13.8	24.1	21.0
Gastos personales	1.77	3.46	3.80	2.38	2.97	3.74	4.74	6.48	8.08	10.0	10.9	10.2	9.51	7.70	7.68
Servicios personales	11.7	18.5	-	-	13.4	15.4	16.1	23.5	25.1	28.3	22.4	-	19.9	18.6	21.1
Salud	5.72	6.05	7.35	7.02	7.20	7.11	6.89	8.17	9.22	10.2	11.0	10.4	10.7	9.55	10.3
Servicios médicos	11.0	13.5	-	-	14.9	14.2	13.2	14.9	15.7	17.5	-	-	-	-	-
Vivienda	-0.9	0.14	22.6	19.4	16.4	15.3	14.5	12.8	13.0	13.5	14.5	14.9	14.2	15.0	13.9
Arriendo	0.00	0.00	-	-	40.5	37.8	35.9	30.4	30.4	32.5	35.5	-	32.8	34.0	30.8
Vestuario	2.48	24.50	34.9	33.80	40.2	38.0	33.2	30.5	26.2	20.2	17.3	15.3	11.6	9.42	9.5
Total	0.72	3.29	8.54	7.93	8.53	9.10	9.60	10.6	11.7	12.5	13.1	12.5	11.3	10.5	9.7

Nota: Cifras en negrilla indican variaciones superiores al promedio.

Fuente: FIPE-USP, Fundación -Instituto de investigaciones económicas (FIPE-USP).

Desde el comienzo existía cierta preocupación con el problema del descongelamiento y por eso el plan había concebido un esquema de control previo de precios y salarios que sería lanzado de forma gradual. El 15 de abril el gobierno predeterminaría un valor para el reajuste de los salarios, que comenzaría a tener vigencia a finales del mismo mes, al igual que fijaría una meta para la inflación, según el concepto "punta a punta". A comienzos de mayo se terminaría oficialmente el congelamiento y los precios quedarían sujetos a un régimen preestablecido. No obstante, el mismo éxito del congelamiento hizo evidente que la predeterminación de ajustes de salarios no podría ser con tasas superiores al 3%, ya que valores superiores generarían ganancias salariales que provocarían un doble efecto perverso: i) presión de costos por el lado de las empresas que, restringidas por la liquidez, no tendrían otra alternativa que optar por los despidos; ii) y la presión consumista.

El fantasma del Plan Cruzado y la incoherencia macroeconómica generada por el populismo salarial

pareció influir en las autoridades; así, se optó por abandonar la política del establecimiento previo, declarando la libertad de precios. A partir de mayo (Cuadro 10), las tasas de inflación, libres de cualquier **carry over**, mostraban ya valores entre 7.9% y 11.3% pero con algunas peculiaridades que pueden verse en el Cuadro 12.

Cuadro 12. BRASIL: REAJUSTES EN CONTRATOS DE ARRIENDO (comerciales) ¹. (Variación %)

Periodicidad del contrato	Mes del reajuste				
	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto ^a
Anual	5.044	4.694	4.495	2.878	1.902
Semestral	1.039	727	517	340	144
Cuatrimestral	485	281	144	41	0 *
Trimestral	281	144	49	15	

¹ Contratos indexados por los BTN (Bonos del Tesoro Nacional).

^a residenciales.

* fijado arbitrariamente.

Fuente: FIPE y elaboración propia.

Ajustes significativos de precios relativos parecían darse en por lo menos tres áreas. En primer lugar, en lo concerniente a los alquileres, que usualmente acumulan desfases enormes derivados del hecho de que muchos contratos tienen periodicidad anual o semestral; ciertamente los reajustes correctivos deberán presionar los índices hacia arriba en los próximos meses. La dinámica de los arriendos se hace explícita en el Cuadro 12. Nótese que los desfases y el tamaño de los reajustes son tanto mayores cuanto más largo es el contrato. De uno u otro modo, esos reajustes ejercen presión sobre los índices, aún cuando con intensidad decreciente, a medida que van incorporando las tasas de inflación baja de los meses posteriores al plan, en lugar de aquellas bajo el período de hiperinflación. Para el mes de agosto, el gobierno resolvió actuar de forma más agresiva fijando en cero el reajuste para los alquileres residenciales cuatrimestrales y prometiendo una nueva reglamentación para los alquileres hacia el fin de mes.

En segundo lugar, por motivos que no son tan claros, el crecimiento de los ítem de vestuario y servicios, como el de alquileres, van por encima del promedio. Curiosamente, este mismo patrón de ajuste de precios relativos se puede observar en los otros tres planes de estabilización brasileiros de los últimos años así como en otros siete episodios de desinflación súbita a nivel mundial, incluyendo los finales de dos hiperinflaciones europeas³⁰. La explicación del fenómeno tiene que ver probablemente con los efectos de la estabilización en los mercados de información imperfecta, en los cuales se hacen transacciones de mercancías diferenciadas y de servicios. En estos mercados la actividad de búsqueda de parte de los consumidores es crucial para determinar el perfil y la elasticidad de la demanda percibida por los oferentes. La reducción de la inflación hace reducir la dispersión de precios relativos y con ella el incentivo de buscar precios desfasados, restableciéndose así las relaciones de clientela y aumentando los precios

relativos³¹. A partir de junio se percibe un cambio en la dinámica del proceso inflacionario a medida que parecen agotarse los ajustes de precios relativos en vestuario y servicios personales (Cuadro 11).

En tercer lugar, en lo que respecta a la educación y los transportes (y otras tarifas públicas) se nota un represamiento evidente que implicará reajustes en el futuro. Una vez realineados, esos ítem pueden llegar a liderar una aceleración de la inflación. En transportes, por ejemplo, una tarifa que acumuló un desfase de 15% en mayo y junio tendría que sufrir un reajuste de cerca del 25% en julio para estabilizarse, y ello ciertamente presionaría los índices de julio. Nótese también que el ítem de alimentación ha comenzado a presionar el índice hacia arriba, básicamente en función de aumentos observados en los precios al por mayor; lo cual preocupa, pues los atrasos en esos precios -que aún permanecen regulados- generan desabastecimiento y contracción de oferta, presionando aún más las cotizaciones en los mercados libres.

En lo referente al IPC, los índices de la Fundación Getulio Varagas (FGV), que se muestran en el Cuadro 13, solo confirman las observaciones que ya se hicieron con base en los índices de la FIPE: los ítems que “empujaron” la inflación son los mismos, pero su influencia se redujo de mayo a junio, aunque de forma no tan significativa. Se nota asimismo que los otros componentes del índice ya se encuentran “contaminados”, esto es, ya muestran una aceleración significativa en su crecimiento. En lo tocante al índice de precios al por mayor [IPA], es interesante observar en primer lugar la relación dinámica que existe entre éste y el IPC. Nótese que la explosión de precios agrícolas al por mayor observada en mayo [IPA-Alimentos] se transfirió al índice de precios al por menor en el ítem de alimentación del IPC en junio, tal como queda revelado igualmente por los índices de la

³⁰ Véase Franco y Parcias Jr. (1990)

³¹ El argumento está basado en el clásico artículo de Stigler. Véase Franco y Parcias Jr. (1990).

Cuadro 13. BRASIL: INFLACION SEGUN EL INDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR IGP-FGV (Variación porcentual mensual)

Item	Mayo	Junio	Julio
IGP total	9.08	9.02	12.98
IPA-DI	9.93	7.32	12.6
Bienes de consumo	8.85	9.21	11.3
Bienes de producción	10.6	6.15	11.7
IPA-OG	10.4	7.19	11.0
Agrícola	49.1	13.7	18.8
Industrial	1.54	4.99	8.20
IPC total	9.63	12.7	14.7
Alimentación	5.80	14.0	14.3
Transporte	1.41	7.74	12.5
Educación	6.84	8.91	14.8
Salud	8.96	13.5	14.2
Vivienda	15.7	14.0	17.5
Vestuario	23.1	16.2	13.2
Gastos varios	2.75	5.70	13.5

Cifras en negrilla indican variaciones superiores al promedio.

Fuente: FGV-RJ.

Fundación Instituto de Investigaciones Económicas (FIPE). Siendo así, la desaceleración posterior en el IPA-OG contribuirá a no “empujar” el promedio del IPC hacia arriba como lo hizo en junio. Por otra parte, el IPA registró una desaceleración significativa de mayo a junio atribuible directamente a la cuasi-estabilidad de los precios de la industria de bienes de capital, en razón de los niveles depresivos en que se encuentra.

En resumen, la caída del ritmo de reajustes de precios relativos en vestuario y servicios, la presumible reducción de los **carry overs** inflacionarios a través de los reajustes de los alquileres, la continuación del congelamiento de las tarifas públicas combinadas con los efectos ya más evidentes de la recesión y la aparente estabilización de la tasa de inflación al nivel del por mayor, parecen sugerir tasas de inflación en torno del 10% para los próximos meses.

Otras presiones significativas provienen del frente salarial, debido a desfases acumulados durante el período de aceleración inflacionaria en los meses anteriores al plan, que naturalmente deberán corregirse en las futuras negociaciones. Las presiones salariales, como las que se originan en los cambios de precios relativos antes aludidos, se expresan en inflaciones “correctivas” que deben durar sólo algunos meses. El éxito del programa de estabilización depende crucialmente de que esas correcciones de precios relativos se puedan consumir y de que no sean “excesivas”, especialmente en el caso de los salarios. Para ello es absolutamente esencial que estos ajustes de precios relativos no se transfieran de forma generalizada, pues de lo contrario se generará una corrección en el nivel absoluto de precios, es decir, inflación.

Así, la lógica de la acción del gobierno se basa en bloquear estas transferencias usando toda la gama de instrumentos disponibles de regulación y en impedir a cualquier costo la adopción de esquemas de indexación generalizada de salarios y de precios. Las tensiones que ello genera no son triviales y van desde el Parlamento hasta los dueños de colegios. Agréguese a esto también el hecho de que las demandas de reajustes salariales fundamentadas en el **carry over** inflacionario se mezclan con demandas de corrección de pérdidas efectivas de ingreso laboral generadas antes del plan de estabilización. Para ello el gobierno dictó una medida provisional tratando de imponer disciplina en las negociaciones colectivas, fijando techos para los reajustes salariales.

En este sentido, la actuación del Tribunal Superior del Trabajo (TST), acabó por mostrar compenetración con los imperativos del programa de estabilización del gobierno. La primera demostración de esa nueva actitud se reflejó en la posición que tomó el TST en el juicio sobre la huelga de la Compañía Siderúrgica Nacional (CSN), que fue considerada por las autoridades como decisiva para disciplinar tanto las negociaciones colectivas en curso (sector eléctrico),

como otras bastante problemáticas que están a punto de comenzar (bancarias y petroleras).

VI. SECTOR EXTERNO

El desempeño del comercio exterior brasileiro en los primeros meses de 1990 estuvo fuertemente afectado por las incertidumbres macroeconómicas ligadas al cambio de gobierno y, de modo más específico, por las expectativas generalizadas de una maxidevaluación cambiaria el 15 de marzo. En función de ello se explica la caída sustancial del saldo comercial en los tres primeros meses del año con relación al mismo período en 1989: de US\$4182 millones a US\$2028 millones.

No obstante, una de las grandes sorpresas que trajo el plan fue, sin duda, la decisión de dejar el tipo de cambio libre dentro de un rango preestablecido. Como consecuencia de ello, se frustró la expectativa generalizada de que el nuevo gobierno decretaría una maxidevaluación el 15 de marzo. La consecuencia natural de esa decisión fue que los agentes que acumularon activos en dólares, (notablemente los exportadores que venían atrasando los reintegros), tarde o temprano tuvieron que cambiar esos recursos especulativos por moneda nacional para recomponer sus saldos líquidos, presionando la tasa de cambio en la dirección de la valorización del cruzeiro. En efecto, como se puede ver en el Cuadro 14, se acentuó la tendencia a la sobrevaloración cambiaria lo que, aún siendo claramente insostenible a mediano plazo, cumplió extraordinariamente bien la función de penalizar las retenciones de activos en dólares.

Pasados los primeros días, el gobierno comenzó a dirigir la tasa de cambio hacia niveles considerados más realistas. A partir de marzo la tasa de cambio se devaluó en 75.1% mientras que la inflación (según del índice de precios al por mayor -bienes industriales) creció apenas 27.6%. El saldo comercial acumulado entre abril y junio alcanzó US\$5526 millones, menor que el verificado en igual período de 1989 -US\$6638 millones- pero

Cuadro 14. BRASIL: INDICADORES DE COMPETITIVIDAD

		Relación Tipo de cambio/ Salario	Tasa de cambio real ^a	Tasa de cambio real efectiva
1989	Enero	100.00	100.00	100.00
	Febrero	111.30	100.80	91.69
	Marzo	99.30	100.09	90.08
	Abril	87.15	100.58	92.02
	Mayo	80.10	100.39	93.36
	Junio	83.23	97.11	97.83
	Julio	87.32	93.98	95.76
	Agosto	83.51	85.12	85.47
	Septiembre	84.25	77.52	80.80
	Octubre	78.01	74.30	77.58
	Noviembre	66.90	70.88	75.29
	Diciembre	67.08	70.01	78.30
		68.12	61.79	70.14
1990	Enero	68.70	59.24	70.21
	Febrero	62.07	51.33	52.86
	Marzo	82.10	60.64	59.32
	Abril	85.85	65.58	63.20
	Mayo	85.85	65.58	63.20
	Junio 90	80.85	68.29	67.12

^a Deflactada por IPA.

Fuente: IPA - FGV y CNI.

reflejando ya la normalización de los flujos de comercio.

Las perspectivas para el resto del año dependerán de varias consideraciones, a saber: (i) La evolución del nivel de actividad. A la luz de la experiencia de comienzos de los años 80, de la recesión se espera un crecimiento de las exportaciones de magnitud mucho más significativa que la contracción de las importaciones. En verdad, es difícil imaginar contracciones adicionales en las importaciones teniendo en cuenta los niveles bastante reducidos en que hoy se encuentran.

(ii) El impacto de la liberación comercial. El nuevo gobierno anunció su intención de promover una apertura comercial y tomó, efectivamente, algunas medidas en esa dirección. Esas medidas, así como

las que habrán de ser tomadas a lo largo de lo que resta de 1990, no deberán tener todavía impacto muy grande sobre las importaciones considerando que aún subsisten muchas restricciones comerciales importantes, sobre todo de naturaleza administrativa.

(iii) La evolución del tipo de cambio. Para muchos observadores, esta variable deberá estar dominada en los próximos meses por la demanda de divisas del gobierno -para ajustar las reservas y reiniciar el pago de la deuda externa-. La demanda de moneda extranjera por parte del gobierno es relativamente insensible a la tasa de cambio, con lo cual debería crecer a lo largo de los próximos meses, en la medida en que se restablezca el servicio de las obligaciones externas. Nótese que aunque en el momento actual las reservas internacionales se encuentran en una posición favorable -alrededor de US\$7.5 billones-, los pagos atrasados relativos a la deuda -acumulados desde el comienzo de la moratoria a mediados de 1989- pueden llegar a sobrepasar dicha cifra para fin de año (US\$ 10 billones). No obstante, el país está a las puertas de un acuerdo con el FMI, lo que servirá como preludio para una negociación de gran alcance de la deuda externa brasileira. Teniendo en cuenta las medidas fiscales y liberalizantes ya tomadas por el

gobierno, las perspectivas de esa negociación deben considerarse como bastante favorables.

(iv) La crisis del Medio Oriente creó nuevas incertidumbres sobre el sector externo. Sin embargo, esta vez las consecuencias de un aumento en el precio del petróleo sobre la economía brasileira serán menos severas que en el pasado reciente. Nótese que en 1982 el petróleo y sus derivados representaban cerca del 52% de las importaciones, mientras que en 1989 esta proporción se había reducido a cerca del 20%. En términos absolutos, la caída en las importaciones de petróleo es aún más impresionante -de US\$10.1 billones en 1982 a US\$3.8 billones en 1989-, lo que debe atribuirse a los programas domésticos de ahorro en el consumo de petróleo y al fomento de fuentes alternativas de energía. En esas condiciones, la vulnerabilidad de la economía brasileira a la crisis se ha visto bastante reducida. A título de ejercicio, obsérvese que si el precio promedio del barril de petróleo se estabiliza en US\$26/bl. en el segundo semestre, contra US\$18/bl. en el primer semestre, ello deberá representar un gasto adicional de divisas del orden de US\$720 millones hasta el final del año, o sea, un aumento de cerca de 4% en las importaciones para 1990.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Biasoto G. y F. O. Barbosa (1990), "Os Vários Aspectos das Contas Públicas a Serem Esclarecidos" *Gazeta Mercantil* 27 de julho de 1990.

Carneiro D.D. (1990), "O Plano Collor: os três primeiros meses" mimeo.

— y I. Goldfajn "Reforma Monetária: prós e contras do mercado secundário" Departamento de Economía PUC-RJ *Texto para Discussão* No. 236.

Franco G. H. B. (1990) "Hiperinflação: teoria e prática" em J. M. Rego (ed.) *Inflação e Hiperinflação: interpretações e retórica* São Paulo: Bial.

— Parcias Jr. y C. "Inflação, Preços Relativos e Clientelas" Departamento de Economía, mimeo.

Giambiagi F. (1989), "Os Conceitos de Custo da Dívida Mobiliária Federal e Déficit Operacional do Sector Público: uma crítica" *Revista Brasileira de Economia* 43(1).

- Gurley J. (1953), "Excess Liquidity and European Monetary Reforms 1944-52" *American Economic Review* 43(1).
- Longo C. A. (1990), "Equilíbrio Precário" *Folha de São Paulo* Junho 27.
- Montoro A. F. Filho, "Mas Nem Tudo é Collorido" *Folha de São Paulo* Julho 28.
- Oliveira F. A. (1989), "Política Fiscal e Política Monetária no Brasil: o estrangulamento imposto pela dívida externa" Centro de Estudos de Conjuntura, Instituto de Economia, UNICAMP. Texto para Discussão No. 12.
- Reis E. J. (1989), "A Superação da Crise Actual: ajuste fiscal e renegociação externa" em *Perspectivas da Economia Brasileira - 1989* Rio de Janeiro: INPES.
- Revisão Orçamentária (1990).
- Rezende F. et al. (1989), "A Questão Fiscal" em *Perspectivas da Economia Brasileira - 1989* Rio de Janeiro: INPES.
- Serra J. (1990), "O Plano e o Déficit" Brasília, Mimeo.
- ____ (1989), "A Crise Fiscal e as Diretrizes Orçamentárias" Brasília, Mimeo.
- Toledo J. E. C. (1990a), "O Novo Orçamento de 1990" *Folha de São Paulo* 22 de julho.
- ____ (1990b), "Chacrinha no Orçamento" *Folha de São Paulo* 29 de julho.
- Werneck R. L. F. (1990), mimeo.