

**Brasil**

<b>BRASIL</b>	<b>1987</b>	<b>1988</b>	<b>1989</b>	<b>1990</b>
Crecimiento PIB (%)	3.7	0.0	3.6	-4.6
Agricultura			2.9	-4.4
Industria			2.9	-8.6
Inflación (Crecimiento % anual)	365.9	993.3	1764.9	2359.9
Crecimiento M1	127.4	571.7	1422.8	1158.4
Tipo de cambio real *	87.2	95.5	116.4	139.3
Exportaciones de bienes (US\$ Mill.)	26210.0	33773.0	34392.0	34353.1
Importaciones de bienes	15052.0	14605.0	18281.0	19999.4
Balanza comercial	11158.0	19168.0	16111.0	14353.7
Balanza en cuenta corriente	-1407.0	4172.0	1424.0	-4200.0
Cambio en reservas	698.0	1682.0	539.0	294.0
Reservas internacionales	7458.0	9140.0	9679.0	9973.0
Deuda externa total (US\$ Mill.)	121174.0	113469.0	115096.0	121000.0
Servicio deuda/exportaciones	18.8	22.8	38.6	
Tasa de desempleo	3.7	3.8	3.3	4.3
Salario real (Crecimiento % anual)	-16.0	4.6	0.1	-7.4

\* Estudio Económico Mundial 1991. Naciones Unidas.

**Fuente:**

- Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe. CEPAL.
- Estudio Económico de América Latina y el Caribe. Naciones Unidas.
- Estudio Económico Mundial. Naciones Unidas.
- International Financial Statistics. FMI.

Por diferencias entre las fuentes estadísticas, estas cifras pueden no coincidir con las publicadas en el informe.

# Brasil

---

*Gustavo H. B. Franco\**

## I. INTRODUCCION

El segundo semestre de 1990 puede resumirse como la lenta agonía del Plan Collor 1, el plan de estabilización lanzado en marzo del mismo año. Las tasas de inflación se incrementaron desde niveles próximos a 10% en junio hasta cerca de 20% en diciembre, y siguieron en ascenso en los primeros meses de 1991. Para entonces, el hecho de que el equipo económico había caído víctima del descontrol y la apatía era de conocimiento general.

La política económica durante el segundo semestre de 1990 se basó, aparentemente, en la confianza de que el ajuste fiscal y el cumplimiento estricto de la política monetaria draconiana definida en mayo serían suficientes para mantener una inflación estable e inclusive generar una tendencia descendente. Esta postura ortodoxa, sin embargo, revelaba una cierta pasividad del equipo económico, que parecía deberse a los traumas en su interior generados por el Plan Collor, al progresivo desgaste del equipo (causado por el estilo discrecional y autoritario de gestión) y al aislamiento político del

gobierno. Aunque dicha pasividad estaba matizada por alguna acción en el área de control de precios realizada por la Secretaría Nacional de Derecho Económico (ente creado en el Ministerio de Justicia para actuar como agencia anti-monopolio) no dejó de ser sorprendente la apuesta gubernamental en los poderes de la curva de Phillips, en el marco de una economía que apenas había salido de una hiperinflación y que seguía sujeta a enormes desequilibrios de precios relativos<sup>1</sup>.

Los efectos de esa combinación de políticas comienzan a hacerse sentir sobre el nivel de actividad en octubre, cuando empieza a consolidarse un panorama recesivo que sólo vendría a agravarse en el mes de mayo de 1991. Entre tanto, el gobierno intentó redefinir su postura a partir de una nueva tentativa de "pacto social", la cual fracasó debido a disputas corporativistas. El comportamiento desfavorable de los precios agrícolas y las expectativas negativas despertadas por la Crisis del Golfo Pérsico fueron las explicaciones oficiales para el aumento de la inflación, al tiempo que se sugería que los grandes oligopolios habían saboteado la estabilización.

---

\* Departamento de Economía Pontificia Universidad Católica Rio de Janeiro.

<sup>1</sup> Véase Amadeo, E y G.H.B. Franco (1990)

Otros analistas resaltaron que el equilibrio fiscal alcanzado en 1990 había sido efímero y que, agotadas las medidas temporales y los impuestos extraordinarios, las perspectivas fiscales para 1991 eran sombrías. Además, las elecciones para gobernadores de estados en noviembre generaron presiones sobre el Banco Central, originadas en bancos estatales sobrecargados de deudas, que necesariamente habrían de provocar descontrol monetario como de hecho se observó en diciembre.

Al llegar la inflación mensual a cerca de 20% en noviembre, en un contexto recesivo, se produjo un serio deterioro de la credibilidad de la política económica. Aumentaron las presiones a favor de una reindexación de la economía hasta llegar a verificarse un impase entre el Ejecutivo y el Congreso, pues este último se mostraba a favor de la reindexación de los salarios. Al mismo tiempo, en el área monetaria el gobierno encontraba dificultades para colocar en el mercado títulos con tasas fijas de interés, que desafiaban las expectativas de aceleración de la inflación generalizadas para entonces.

En este escenario de deterioro general que se verificaba en enero y febrero de 1991, el gobierno retomó la ofensiva y lanzó el Plan Collor 2, un nuevo plan de estabilización basado en un congelamiento de precios, una reforma financiera, un aumento de tarifas (el llamado "tarifazo") y una política de prefijación de salarios y administración de precios a través de cámaras sectoriales. El nuevo plan fue muy mal recibido e inauguró un período de gran turbulencia en el debate económico, especialmente en el Congreso, donde las nuevas medidas debían ser aprobadas en votación. Finalmente, sin embargo, los acuerdos con el Congreso modificaron muy poco la esencia del plan, el cual pudo ser ejecutado en todas sus líneas principales.

Los resultados iniciales del Plan Collor 2 fueron mucho mejores que lo esperado. La inflación registró niveles del orden de 8% en los primeros

resultados de índices de precios libres de residuos y siguió una leve tendencia declinante desde entonces. Es claro que el control de precios y el trabajo de las cámaras sectoriales ha sido crucial para represar los reajustes de precios "atrasados," que podrían provocar una rápida reacceleración de la inflación. Se sabe, de hecho, que el reajuste de tarifas realizado simultáneamente con el congelamiento provocó reducciones muy acentuadas en los márgenes de ganancia en los sectores que usan más intensivamente los insumos cuyos precios fueron aumentados. No obstante, es muy difícil de evaluar la real extensión de los desequilibrios de precios relativos y se ignora la magnitud de los posibles efectos en cadena que se deriven de la suspensión del congelamiento. Sin embargo, el nuevo equipo económico que asumió en mayo de 1991 dejó claro que mantendrá muchos precios congelados y otros tantos bajo libertad vigilada, inclusive después de finalizado el congelamiento.

En el área fiscal el gobierno se abstuvo de promover cualquier medida de alcance importante con miras al año fiscal de 1991. Desde mediados del segundo semestre de 1990 se hizo claro que el gobierno había retomado la práctica del "control de caja" que había sido utilizada en los últimos meses del gobierno Sarney, un período de hiperinflación. El procedimiento consiste en acumular sistemáticamente pagos atrasados y transferencias presupuestales para obtener un equilibrio de caja, a pesar de la existencia de un desequilibrio creciente en las cuentas públicas, si se miran bajo un criterio de causación. Esta política fiscal, denominada de "déficit reprimido", se vuelve todavía más transparente con el anuncio del Plan Collor 2, cuyas únicas medidas en el área fiscal concedían amplios poderes al ministro de Economía para suspender discrecionalmente cualquier pago o transferencia prevista en el presupuesto. Gradualmente creció la percepción de la transitoriedad del estado de cosas, pues el público entendía que un importante desequilibrio fiscal prevalecía.

Las evaluaciones pesimistas sobre la situación fiscal se vieron reforzadas por la sustitución del equipo económico en mayo, y por la adopción explícita por parte del presidente de un nuevo estilo en sus relaciones con el Congreso y en especial con los gobernadores. De acuerdo con esa nueva orientación, diversas alianzas fueron celebradas entre el presidente y gobernadores de estado, en especial con el gobernador de Río de Janeiro, Leonel Brizola, hasta entonces uno de los más férreos adversarios del gobierno. Aunque como hecho político la tendencia a la negociación es apreciada como algo positivo, resulta preocupante que las nuevas alianzas hayan sido construidas en torno a la asignación de recursos para obras y programas de costo fiscal nada despreciable. De esa manera, la preocupación por la austeridad fiscal fue puesta claramente en un segundo plano, lo que resulta como mínimo inconveniente en vista del déficit reprimido vigente y de la posibilidad de un descontrol fiscal abierto en el segundo semestre de 1991.

A esas preocupaciones se agrega el riesgo del descontrol monetario que puede ocurrir cuando se inicie la liberación de los cruzados bloqueados por la reforma monetaria de marzo de 1990, prevista para septiembre de 1991. El valor total de los depósitos bloqueados alcanzaba el 6.1% del PIB (aproximadamente US\$18 mil millones) en febrero de 1991, el doble del valor de M1 en la misma fecha. Aunque la liberación está programada en 12 partes, la presión sobre la política monetaria deberá ser muy fuerte.

También son preocupantes las perspectivas de la inflación para el segundo semestre, teniendo en cuenta el descongelamiento del salario mínimo y de los arriendos en septiembre.

En suma, las evaluaciones sobre el desempeño de la economía en el segundo semestre de 1991 son pesimistas. Además, no es claro qué puede hacer el nuevo equipo económico como respuesta a la coyuntura adversa. Hasta ahora, el nuevo equipo

se ha limitado a administrar los instrumentos y las decisiones heredados de la exministra Zélia, sin tomar ninguna iniciativa que lo distinga, excepto quizás en lo que se refiere a la política de deuda externa donde manifestó sin ambigüedades la intención de adherir a un esquema de negociación en el ámbito del Plan Brady.

## II. EL NUEVO PLAN DE ESTABILIZACION

El año 1991 se inicia con pronósticos sombríos a causa del fracaso del plan de estabilización, el descontrol monetario, la ausencia de medidas fiscales relativas a 1991, el atraso aparentemente injustificable de los programas de reforma estructural (privatización y liberalización comercial) y la recesión. Sin embargo, justo cuando la falta de credibilidad del equipo económico alimentaba especulaciones sobre su sustitución, a fines de enero es lanzado un nuevo programa de estabilización de carácter heterodoxo.

El programa determinó el congelamiento de todos los precios a los niveles prevalecientes el 30 de enero. La ley entregó poderes absolutos al Ministerio de Economía para, en cualquier momento, alterar, fijar o inclusive volver a congelar todos los precios. Además, la ley restituía las "cámaras sectoriales de precios"<sup>2</sup> con el propósito de "analizar la estructura de costos y precios en sectores y cadenas productivas" y asesorar al Ministerio de Economía en el "monitoreo de la flexibilización de precios" (art. 23 de la ley 8078)<sup>3</sup>.

El congelamiento de precios fue muy mal recibido y se le atribuyeron escasas probabilidades de éxito. En buena parte, la causa era el desgaste de la propia

---

<sup>2</sup> Grupos de empresarios y/o asociaciones empresariales representantes de un determinado sector y sectores asociados (integrados hacia adelante o hacia atrás), que se reúnen con burócratas y, a partir de evidencias sobre costos, deciden de común acuerdo una política de precios y reajustes,

<sup>3</sup> La novedad del arreglo frente a la gran experiencia anterior en esa área, consistía en introducir representantes de los trabajadores en dichas cámaras.

idea del congelamiento, la cual, después de cuatro experiencias frustradas en cinco años (1986, 1987, 1989 y 1990), estaba lejos de despertar entusiasmo popular o de intimidar a los agentes que reajustan precios. Pero además existían otras causas, como el debilitamiento de la capacidad administrativa para controlar precios (dada la desmovilización del antiguo CIP-Consejo Interministerial de Precios), acentuado por la previa y enfática declaración de fe en la libertad del mercado.

De otra parte el mantenimiento de los poderes del Ministerio de Economía para controlar precios, y la reactivación de las cámaras sectoriales, permitían prever un retroceso duradero o incluso permanente en el proyecto de una economía menos sujeta a la regulación inocua y menos vulnerable al corporativismo en sus prácticas regulatorias. En efecto, las cámaras sectoriales pasaron a ser, además de un mecanismo de control de precios, un foro de pleitos corporativos y demandas de regulación a nivel sectorial. La atención a dichos temas se justificaba por la incorporación en las cámaras, de acuerdo con una determinación del nuevo equipo económico en mayo de 1991, de la discusión de cuestiones "de largo plazo" relativas a la política industrial.

Simultáneamente al congelamiento se promovió un reajuste de tarifas que incluía energía eléctrica (59.5%), gasolina y alcohol (46%), teléfono (58.6%) y gas de cocina (50%). La medida representaba un choque contradictorio con la estabilidad inicial necesaria para dar credibilidad al Plan, pues generaba inflación reprimida e iba en contra de las posibilidades de ganar adeptos para el congelamiento. El argumento oficial, según el cual el tarifazo podría ser asimilado fácilmente porque en forma preventiva se habían realizado aumentos de precios, carecía de sustento, pues no necesariamente había relación entre quien elevó precios y quien utiliza los insumos cuyos precios fueron reajustados.

La medida tuvo consecuencias serias, pues produjo

por sí misma entre 4% y 6.5% de inflación adicional en febrero. Nótese que la primera lectura del IPC-Fipe<sup>4</sup> (criterio "punta a punta"), para el período comprendido entre la tercera semana de febrero (días 15 y 21) y la media en el 31 de enero, reveló una inflación de 3.56%. Este cálculo fue ajustado para dejar de considerar los efectos del tarifazo y los de los reajustes en los alquileres. En ausencia de los ajustes, el índice se habría elevado hasta una cifra entre 7.5% y 10%<sup>5</sup>, un resultado que contrasta con lo que se observó en otros congelamientos, cuando al comienzo el índice "punta a punta" siempre alcanzó cifras muy pequeñas o incluso registró una pequeña deflación. Por ejemplo, un cálculo comparable para el primer mes del Plan Collor 1, eliminando únicamente el efecto de los alquileres, registró una inflación de 0.72%<sup>6</sup>.

Los salarios fueron convertidos a la media real de los últimos 12 meses, pero cuando el valor obtenido era inferior al de enero, prevalecía este último. El gobierno estimó que mediante este procedimiento la masa salarial tendría un incremento en febrero del orden de 25%. Sin embargo, de la misma forma que en los cuatro planes anteriores, hubo preocupación en cuanto a las pérdidas salariales en la transición, referidas concretamente al proceso de conversión por la media y a la regla salarial que prevalecería después del choque.

Las negociaciones con el Congreso, y la conciencia de que se presentarían tasas de inflación significativas en los primeros momentos del plan, llevaron a la introducción de un sistema complejo de correcciones salariales a través de abonos a los trabajadores para el conjunto de los salarios (inclusive el salario mínimo), y no a través de las

---

<sup>4</sup> FIPE es una fundación para la investigación económica asociada a la Facultad de Economía de la Universidad de Sao Paulo y calcula un índice de precios sólo para la ciudad de Sao Paulo. (Nota del Traductor).

<sup>5</sup> Véase "Inflación después del Plan es de 3.56%, calcula FIPE" Folha de Sao Paulo, 5/3/91.

<sup>6</sup> Véase J.A.B. Rizzieri, "Inflación y Costos de Vida", Folha de Sao Paulo 7/5/90.

variaciones porcentuales observadas en los índices de precios. Esto reflejaba la preocupación del gobierno respecto a las consecuencias de los reajustes salariales sobre el gasto público, por ejemplo, sobre los beneficios de la seguridad social, que están indexados al salario mínimo. Puesto que desde el punto de vista jurídico los abonos no forman parte del salario, su concesión no se traduce en cargas sociales adicionales para las empresas y no implica aumentos en los beneficios sociales indexados al salario mínimo.

La nueva ley elevaba el salario mínimo de marzo en cerca de 7% sobre febrero, alcanzando así un valor de CR\$17.000. A partir de ahí establecía, tanto para el mínimo como para el conjunto de los salarios, un sistema de abonos sucesivos y no acumulativos de CR\$3.000. En abril, además de este abono habría otro que fluctuaría entre 5% y 10% del salario de enero, el cual significa la eliminación de las pérdidas pasadas reclamadas por los sindicatos. Con eso se alejaba la posibilidad de que los tribunales de justicia del trabajo concedieran reajustes superiores a lo previsto por la política oficial. En mayo, junio y julio, a los abonos de CR\$3.000 se suman abonos no acumulativos correspondientes al valor en cruzeiros de la variación de la canasta familiar de marzo a agosto. Es necesario señalar que hay limitaciones en los abonos, de forma tal que incidan enteramente en los salarios bajos y sólo parcialmente en los salarios altos.

Uno de los peligros de ese sistema es el de promover una sobre-indexación del salario mínimo. Nótese que, puesto que el valor en cruzeiros de la canasta familiar fue fijado en un nivel superior al del salario mínimo (CR\$29.600), una inflación de, por ejemplo, 10% en la canasta familiar genera un abono de CR\$2.960, lo que equivale a reajustar el salario mínimo en cerca de 17%. Otro problema es que, como ocurre en cualquier sistema de reajustes diferenciados por clases de salarios, puede aumentar la dispersión salarial.

La preocupación por la desindexación de los salarios se extiende a los otros precios. Se extinguieron todos los indexadores oficiales, inclusive el BTN (Bono del Tesoro Nacional, cuyo valor nominal era reajustado mensualmente de acuerdo con el IPC). Mientras tanto, la necesidad de mantener alguna forma de indexación motivó la creación de la TR (tasa referencial de intereses). La TR remuneraría los instrumentos financieros y permitiría actualizar los atrasos en los pagos de los tributos (TRs diarias) de acuerdo con el período transcurrido entre el hecho generador de tributación y el momento del pago efectivo del impuesto adeudado. Tal como fue definida posteriormente, la TR es calculada por el Banco Central (BACEN) a partir de una media de tasas pagadas sobre depósitos a término privados, o sea, tasas de intereses prefijadas que incorporan las expectativas sobre inflación futura, de la cual se retira 2% que el BACEN supone que corresponden a "intereses reales".

La ventaja de un indexador hacia adelante "forward looking" como la TR es exactamente que refleja inmediatamente la reducción de la inflación provocada por el plan, esto es, por el congelamiento, eliminando así el problema de los rezagos estadísticos que existen en los indexadores basados en índices de precios, o sea, basados en inflación pasada. Nótese, que esta ventaja puede volverse un problema si las expectativas se revierten y apuntan en la dirección de una aceleración de la inflación, un problema que empieza a aparecer a partir de junio de 1991.

Aunque la TR fue propuesta como un indexador, el gobierno opuso inmensas dificultades para la realización de contratos indexados, buscando promover, en cuanto fuera posible, la desindexación de la economía. Las medidas en esa dirección serían más adecuadas (inclusive con restricciones) si el Plan acabara súbita y permanentemente la inflación, tanto en los índices como en la mente de los agentes económicos. Este, sin embargo, no es el caso. En primer lugar, conviene observar que la

adopción o la renuncia a la indexación es una decisión individual de los agentes económicos, sobre la cual el gobierno puede influir sólomente imponiendo restricciones en los contratos y absteniéndose de ofrecer un indexador. Pero esto, en condiciones de inflación significativas y alta incertidumbre, sólo volvería la indexación más difícil, más defectuosa y peligrosa, puesto que tendería a incorporar previsiones de la inflación *ad hoc* o producto de la idiosincrasia, magnificando errores, multiplicando el desarreglo de precios y acelerando la misma inflación. De otro lado, al prohibir los contratos indexados, el gobierno no podría corregir el pago de impuestos adeudados, factor que conspiraría contra sus propios ingresos y ampliaría el déficit público. De esta forma, la creación de un sistema de indexación parcial, y hasta cierto punto *ad hoc*, en una coyuntura de inflación creciente, sólo puede ser vista como un hecho temporal.

Otro problema con la TR es de naturaleza jurídica. Puesto que se trata de una tasa de interés, su utilización como indexador puede ser demandada judicialmente en el caso de la corrección de los pagos de impuestos, lo que ya viene ocurriendo de manera creciente a través de fallos preliminares del sistema judicial en favor de las demandas. Una decisión importante en ese sentido fue la del Supremo Tribunal Federal que declaró ilegal la corrección por la TR de los saldos adeudados por concepto de impuesto sobre la renta. Esto señala en forma clara que el sistema de indexación tendrá que sufrir modificaciones en un futuro próximo.

El nuevo plan de estabilización trajo también una reforma en el sistema financiero de acuerdo con la cual se prohíben, a partir del 1o. de marzo, las inversiones financieras de un día de duración, basadas en cartas de recompra de títulos públicos (conocidas como inversiones "overnight"). La ley determina la creación de los Fondos de Inversión Financiera, FAFs<sup>7</sup>, cuyas carteras serán compuestas

obligatoriamente por títulos públicos, nuevos Títulos de Desarrollo Económico (TDEs) y cuotas de un nuevo Fondo de Desarrollo Social (FDS), además de otros títulos a criterio de las instituciones administradoras, desde que sean respetados los límites impuestos por el BACEN. Esos títulos serán de largo plazo y los nuevos fondos financiarán proyectos industriales avalados por los bancos oficiales de fomento, así como obras sociales, a tasas subsidiadas que fluctuarán entre la TR y la TR menos 12%.

Las nuevas medidas financieras implican muchos detalles operacionales complejos, y cambios cuyas consecuencias sólo podrán ser correctamente evaluadas con el tiempo. Sin embargo, el sentido general del cambio es inequívoco: se estableció una mayor regulación de las operaciones activas del sistema financiero como un todo y se forzó un alargamiento de los plazos de las operaciones reguladas.

Al mismo tiempo, el nuevo sistema pretende reducir la capacidad de los bancos para obtener ingresos a través del desaparecido "overnight", mediante el proceso de fragmentación de vencimientos de los títulos públicos que mantienen en sus carteras. Aunque ciertamente haya excesos, es preciso tener claro que no hay nada especialmente perverso en la obtención de ingresos de la tenencia de activos "largos" (aunque no demasiado) financiada con pasivos "cortos" (inversiones en el "overnight"), pues la liquidez abandonada debe remunerarse. El desfase de los pasivos y activos de las instituciones financieras es determinado por la propensión de éstas a correr riesgos y por la tasa de retorno en cada uno de los dos extremos, siendo natural que haya márgenes elevados cuando es grande el desfase y cuando hay mucha incertidumbre. De esta forma, al forzar a través de la regulación de las operaciones activas en los FAFs el alargamiento de los plazos de las operaciones activas de los bancos, sin que el público modifique su propensión a la liquidez, se genera una descoordinación de los plazos que trae distorsiones en muchos aspectos, semejantes a las

<sup>7</sup> Fundos de Aplicação Financeira



que se producirían al fijar las tasas de interés<sup>8</sup>.

En resumen, el eventual deterioro de la calidad de los activos bancarios podría provocar un deterioro correspondiente de los pasivos, que son los activos del público. De lo anterior se derivarían tasas de remuneración menores para los inversionistas del nuevo sistema, o una mayor apropiación del impuesto inflacionario por los bancos (mediante el crecimiento temporal de los depósitos a la vista) lo que conlleva un riesgo evidente de desintermediación financiera, es decir, de una reducción del sistema financiero. Esto ocurriría a través de una expansión de los mecanismos informales de dispersión de riesgos y concesión de créditos, y de la fuga de activos hacia el exterior. La evidencia indica que algo semejante podría estar ocurriendo. Antes de la reforma las colocaciones en el "overnight" se acercaban a US\$20 mil millones, pero los nuevos FAFs habían recibido menos de US\$8.5 mil millones hasta finales de abril<sup>9</sup>.

La fuga de activos hacia el exterior, o hacia monedas extranjeras, también es un corolario frecuente de los procesos de desintermediación y represión financiera. El Cuadro 1 ilustra su dimensión en tres países latinoamericanos además de Brasil, donde el fenómeno no es muy grave en términos comparativos. El cuadro contiene estimativos de los valores (como proporción del PIB) de la riqueza depositada en activos financieros domésticos, incluyendo la moneda local, y también de la que está inmovilizada en dólares, que se supone igual al volumen acumulado de la fuga de capitales calculada para dichos países.

---

<sup>8</sup> Fijar los plazos (en este caso parcialmente), es equivalente a fijar los intereses, y en el caso brasileño ciertamente podemos tomar como base una estructura de términos de tasas de interés positivamente inclinada. Nótese también que en uno u otro caso, es decir, fijando plazos o tasas, los objetivos son correctos (crédito barato u oferta abundante de crédito de largo plazo) pero el procedimiento no conduce a ellos.

<sup>9</sup> Simultáneamente se observa aumento en los saldos de los depósitos a la vista y en cuentas de ahorro, pero en volumen muy pequeño.

La demanda de activos de riesgo, dólares en el mercado paralelo y oro ocurrió de forma clara en los días que sucedieron al choque económico. En respuesta, el BACEN ha profundizado su intervención en esos mercados, especialmente el de oro, buscando castigar la especulación contra el Plan. La lógica de la intervención se basa en que, estando suspendidos los pagos de la deuda externa, existe exceso de oferta de divisas en el mercado oficial, en el cual rige un régimen de tasas fluctuantes y se determina la tasa de cambio "comercial". Con el fin de evitar la apreciación real del cruzado e inclusive garantizar alguna recuperación de los atrasos cambiarios acumulados en 1990, el BACEN tendría que acumular reservas, pero en vez de esto, adquiere oro en el mercado internacional y vende en el mercado doméstico, regulando a través del arbitraje de oro el diferencial entre el precio del dólar paralelo y el oficial. Se trata de un mecanismo de sustentación de la tasa de cambio cuyas limitaciones son obvias, pues las reservas que serían acumuladas con la suspensión de los pagos de la deuda son usadas para financiar la dolarización de los activos domésticos, o sea, la fuga de capitales.

### III. EL DESEMPEÑO DE LA ECONOMIA

#### A. El nivel de actividad: recesión y alivio

El segundo semestre de 1990 se inició con una recuperación de la actividad económica tras el choque de marzo (la producción industrial había caído 26% en abril de 1990 frente a abril de 1987). Se registró un pico de la actividad industrial en agosto de 1990 (Cuadro 2) y a partir de septiembre se presentó una desaceleración del nivel de actividad.

La evolución de los niveles de empleo que aparece en el Gráfico 1, el cual muestra las variaciones del nivel de empleo en la industria de Sao Paulo, confirma las inflexiones en la producción industrial mencionadas arriba. Después de un período de dificultades a partir del choque de marzo de 1990, se verifica un proceso de normalización que se

**Cuadro 1. BRASIL: COMPOSICION DE LA RIQUEZA (Como porcentaje del PIB)**

	Argentina	Bolivia	Perú	Brasil	
				1988	1990
Activos financieros domésticos <sup>a</sup>	9.2	6.1	10.0	41.0	23.5 *
Activos en dólares <sup>b</sup>	52.1	81.5	55.0	8.7	12.6

<sup>a</sup> M4;

<sup>b</sup> Capital fugado más depósitos en dólares en propio país.

\* No incluye cruzados bloqueados.

**Fuente:** IFS, BACEN, Banco Central de Reserva del Perú, J. Williamson (1988) y M.S.B. Marques (1990).

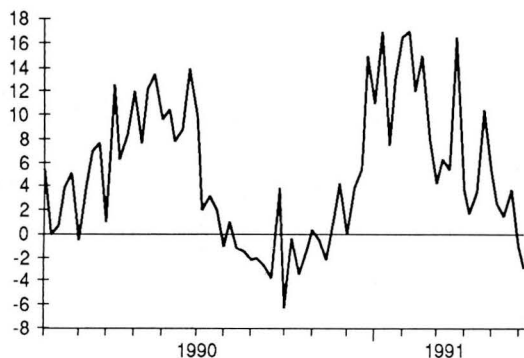
inicia en mayo (cuando el nivel de empleo se estabiliza) y perdura hasta octubre, cuando el mínimo de despidos semanales alcanza niveles aún más elevados que los de abril de 1990.

Los indicadores sobre ventas del comercio muestran indicios de recuperación a partir de marzo (Cuadro 2). La media real de la ventas del comercio al por menor en la ciudad de Sao Paulo creció 8% en marzo y 2% en abril, reflejando principalmente el vigor de las ventas de bienes durables y semidurables. Este patrón de comportamiento se observa en todas las experiencias anteriores de

congelamiento de precios, cuando los consumidores anticipan adquisiciones con el temor de una liberación súbita de precios y/o un desabastecimiento. Es claro, sin embargo, que se trata de un efecto temporal, cuyo agotamiento ya se percibe en los valores de las ventas de mayo, que caen 1%.

La recuperación industrial tiene un apoyo importante en la reposición de existencias. Según la encuesta coyuntural de la Fundación Getulio Vargas, en abril de 1991 el 61% de las empresas de la muestra reportaron menores existencias, o incluso ninguna, en relación con diciembre de 1990. Esto revela una recuperación basada en la reposición de existencias a partir del segundo trimestre de 1991, aunque se debe tener claro que esta presión expansionista no conduce a un incremento sostenido de la actividad. Puesto que lo mismo puede decirse con relación al impulso generado por las ventas de bienes durables en marzo y abril, las expectativas de la mayor parte de los analistas apuntan a un escenario de estanflación para el segundo semestre. Efectivamente, las proyecciones sobre el comportamiento de la industria en 1991 son bastante sombrías (Cuadro 3). Hay que resaltar que el actual desempeño del producto, es decir, dos años seguidos con reducciones del PIB del orden de 4% anual, es sin la menor duda el peor del que se tiene noticia en el presente siglo.

**Gráfico 1. BRASIL: DESPIDOS SEMANALES INDUSTRIA DE SAO PAULO**



**Fuente:** CNI, Informe Coyuntural

**Cuadro 2. BRASIL: INDICADORES DE ACTIVIDAD: PRODUCCION INDUSTRIAL<sup>1</sup> Y CONSUMO<sup>2</sup>**  
(Base enero de 1989=100, series desestacionalizadas) Enero de 1990 a marzo de 1991

	Producción Industrial				Consumo			Total sin Vehículos	
	Total	Bienes de capital	Intermedios	Bienes de consumo	No durable	Durables			Total
						Vehículos	otros		
1990									
Enero	105.7	105.5	103.7	105.9	99.8	135.5	103.0	106.3	99.2
Febrero	103.9	101.1	100.5	104.0	93.8	83.8	87.0	88.7	90.0
Marzo	92.2	90.5	95.9	99.9	81.5	66.4	81.5	77.8	80.7
Abril	82.3	75.7	81.2	89.2	87.9	84.5	99.8	90.6	92.1
Mayo	95.4	84.6	91.8	102.8	89.7	108.6	120.1	105.2	104.4
Junio	96.5	83.6	96.4	99.3	98.3	84.8	98.7	92.8	94.8
Julio	103.6	89.7	105.8	102.2	88.5	73.6	93.5	85.8	88.8
Agosto	105.6	97.9	105.9	103.6	96.7	90.2	108.0	97.4	99.2
Septiembre	103.2	93.2	104.0	101.4	94.8	104.5	106.0	98.0	96.4
Octubre	101.1	89.5	101.2	99.6	86.4	105.5	111.1	96.2	93.9
Noviembre	99.1	85.1	96.7	104.2	84.9	101.9	101.9	91.8	89.3
Diciembre	91.6	82.7	88.9	96.6	81.1	88.8	107.6	90.7	91.1
1991									
Enero	90.7	76.9	89.3	96.7	86.4	113.9	96.7	93.3	88.2
Febrero	88.5	73.3	92.2	95.1	78.9	97.6	100.5	89.6	87.6
Marzo	86.0	65.2	61.2	92.6	84.0	73.0	108.4	89.1	93.1
Abril					83.0	**	119.3	94.9	91.1
Mayo					75.0	**	109.2	82.8	84.6

\* Los indicadores de abril y mayo se refieren a bienes durables en general.

<sup>1</sup> Producción física con ajuste estacional y para días útiles.

<sup>2</sup> Comercio minorista de Sao Paulo.

Fuente: IBGE y Federación del Comercio del Estado de Sao Paulo.

Elaboración: IPEA.

## B. La política monetaria

En el segundo semestre de 1990 ya se habían agotado los ajustes en los agregados monetarios, derivados de las conversiones en depósitos bloqueados de los activos líquidos en circulación que existían en marzo de 1990. La reforma monetaria del año anterior llevó las magnitudes de M1 y de la base monetaria a valores muy bajos, lo

que produjo un expansión acelerada de esos agregados en los dos meses siguientes al choque (Franco, 1990). El crecimiento nominal acumulado de M1 y de la base en marzo y abril de 1991 fue de 455% y 441%; en términos reales fue de 218% y 211% respectivamente. Sin embargo, el crecimiento nominal acumulado de M4 en el segundo trimestre de 1990 fue de apenas 12.8%, lo que se traduce en una caída real de cerca de 50%.

**Cuadro 3. BRASIL: PREVISIONES DEL COMPORTAMIENTO DEL PIB EN 1991**  
(Tasas de crecimiento acumuladas en 12 meses)

	Observada			Estimada		
	1989	1990	1991	1991		
			I	II	III	IV
Industria	2.89	-8.59	-13.00	-9.22	-11.50	-10.70
Agropecuaria	2.85	-4.40	-1.63	2.26	2.13	0.92
Servicios	3.74	-0.75	-2.26	-0.42	-0.07	0.41
PIB	3.26	-4.60	-6.87	-3.86	-4.61	-4.12

Fuente: IPEA y Macrométrica.

A partir de julio la evolución de los agregados monetarios obedece a la programación monetaria establecida en mayo y, en función de la mayor disciplina monetaria, se registra una creciente restricción de liquidez. La base monetaria y M1 presentan entre mayo y noviembre de 1990 caídas reales de 27.9% y 31% respectivamente, motivadas principalmente por el uso más intenso de la contracción forzosa y por los sucesivos superávits de caja del Tesoro. Al enfatizar el control de los agregados monetarios, el BACEN propició una mayor variabilidad y un aumento de los intereses. El impacto sobre el nivel de actividad se hizo sentir a partir de agosto cuando, como se señaló en la sección anterior, el nivel de actividad comienza a declinar.

Sin embargo, la política monetaria se veía frenada en tres frentes por lo menos:

i. El agotamiento de las medidas fiscales temporales aplicadas en los primeros meses del Plan Collor 1 redujo la contribución contraccionista que el Tesoro venía ofreciendo a la programación monetaria, lo cual se hizo cada vez más claro a medida que se aproximaba el final del año;

ii. El compromiso del BACEN, respecto a la recuperación del atraso cambiario generado en los últimos meses de la hiperinflación, produjo una acumulación sistemática de reservas, que tuvo un impacto expansionista sobre los agregados monetarios

iii. La campaña electoral para gobiernos estatales generó desequilibrios en las finanzas de los estados, los cuales se tradujeron en problemas de liquidez de sus respectivos bancos (principalmente en el BANESPA, Banco del Estado de Sao Paulo). Por ello pasaron a utilizar intensamente el redescuento del BACEN, presionando los agregados monetarios.

Las cifras de la base monetaria y los medios de pago a diciembre dejaron en claro que la programación monetaria de junio fue rebasada en más de 100%, un resultado atribuido principalmente al problema de los bancos estatales. Quedó al descubierto el delicado problema del grado de autonomía de las finanzas estatales, y especialmente de la capacidad que tienen los estados para financiar sus déficit en el BACEN a través de los bancos estatales. En principio, el BACEN puede rehusar el financiamiento del redescuento pero, dada su

precaria situación, la medida se traduciría en el cierre de un buen número de ellos. El BACEN llegó a forzar el cierre de algunos bancos de estados menores, e incluso la liquidación de MINASCAIXA (la agencia de ahorro del estado de Minas Gerais), con el propósito de cohibir los excesos de los bancos estatales mayores (Sao Paulo, Río de Janeiro y Minas Gerais). Sin embargo, esto no fue suficiente. A fin de año, el BACEN enfrentaba la difícil decisión de liquidar estos bancos si deseaba mantener la programación monetaria. La opción adoptada fue evitar la liquidación, pero aprovechar la ocasión para conseguir compromisos por parte de los estados sobre el manejo de sus bancos. En febrero el gobierno logró conseguir con los estados más grandes un acuerdo según el cual los papeles de los bancos estatales se transformarían en papeles federales a cambio de compromisos de austeridad, con base en garantías que llegan hasta el control accionario de los propios bancos.

El nuevo choque de marzo de 1991 generó turbulencias en el mercado financiero y en la política monetaria, no sólo a causa de la caída súbita de la tasa de inflación, sino también de los cambios de las reglas descritos en la sección II. Con esto, los movimientos de remonetización, típicos de episodios de estabilización, se sumaron a las

modificaciones de las carteras de los agentes privados motivadas por la desconfianza en los nuevos fondos de inversión de corto plazo (los FAFs). A pesar de todo esto, la evolución de los agregados monetarios en 1991 (Cuadro 4) no llegó a ser preocupante.

En las semanas anteriores al choque, debido al ya claro fracaso de la estrategia de estabilización y a las dificultades existentes para mantener la política monetaria bajo control, el BACEN se vio obligado a utilizar más activamente las operaciones de mercado abierto. Como los títulos posfijados que se usaban anteriormente con este fin (LFTs) habían sido sustituidos por títulos prefijados (LTNs), el BACEN se vio forzado a sancionar las expectativas de aceleración de la inflación al colocar LTNs en el mercado. Así, la política monetaria fue privada de un importante instrumento, contribuyendo a extender en el mercado la percepción de que algún cambio debería ocurrir. Para muchos economistas, incluso, el choque fue precipitado por el callejón sin salida en el que se había metido el BACEN con las LTNs.

La aplicación de las nuevas reglas reveló algunos aspectos singulares del funcionamiento del mercado financiero. Aparte del problema básico relacionado

**Cuadro 4. BRASIL: AGREGADOS MONETARIOS**  
(Variación porcentual, promedio de los saldos diarios)

		Base		M1		INPC
		Nominal	Real	Nominal	Real	
1990	Noviembre	1.51	-13.18	7.20	-13.32	16.9
	Diciembre	34.71	13.07	36.12	14.25	19.1
1991	Enero	3.89	-14.1	1.51	-18.57	20.9
	Febrero	13.87	-5.27	26.92	5.59	20.2
	Marzo	21.19	8.41	21.27	8.48	11.8
	Abril	6.53	1.44	3.62	-1.32	5.0

Fuente: BACEN, CNI.

con la desintermediación financiera (discutido en la sección II), el nuevo sistema creó una segmentación entre el mercado interbancario y el mercado de títulos públicos. Puesto que los bancos colocaban obligatoriamente sus posiciones de títulos públicos en los FAFs (usando enteramente el límite establecido por el BACEN), el BACEN garantizó la colocación de sus títulos en el mercado con tasas de interés bajas. Sin embargo, las tasas de interés para los tomadores de depósitos a plazo y en el mercado interbancario subieron a un nivel muy superior al de las tasas de títulos públicos, debido a las restricciones y cuotas impuestas sobre las operaciones activas de los bancos. En consecuencia, las operaciones de mercado abierto tienden a afectar poco las operaciones bancarias desligadas de los FAFs, es decir, el mercado interbancario, y por ello dejan de afectar las condiciones de crédito para tomadores finales. Las tasas de interés para los préstamos aumentaron y, además, registraron fluctuaciones bastante pronunciadas. Así se reprodujo, después del alivio de los primeros meses del año, el escenario de restricción de liquidez que había caracterizado el segundo semestre de 1990.

La política monetaria rígida seguida a partir de abril de 1991 puede interpretarse como una preparación para el inicio, en septiembre, de la liberación de los cruzados bloqueados. Los valores bloqueados superan el 6% del PIB, lo que implica que saldrán del bloqueo mensualmente hasta septiembre de 1992 unas cantidades del orden del 0.5% del PIB. En el momento actual no se tiene claro el impacto del desbloqueo, pues una parte sustancial de esos recursos debe ser canalizada hacia activos no monetarios. Hay señales de que se activarán mercados como los de inmuebles y automóviles. Es de esperar que el BACEN utilice más intensamente el mercado abierto como mecanismo de esterilización de eventuales excesos de liquidez y/o furor consumista. Para ello, el BACEN tendrá que ofrecer tasas de remuneración mucho más atractivas que las vigentes en la venta de sus títulos en los FAFs. Es muy incierta, por tanto, la evolución de

los agregados monetarios en el último trimestre del año, aunque se espera que en la totalidad del segundo semestre se logre mantener la disciplina.

### **C. Política fiscal: el ajuste que nunca existió**

El gobierno equilibró la situación fiscal para 1990 con medidas de diferente orden. Según cifras oficiales, el resultado fue un inusitado esfuerzo fiscal cercano al 10.7% del PIB (unos US\$30 mil millones), que transformó un déficit potencial de cerca de 9.2% del PIB en un superávit de 1.2%. Una parte sustancial del ajuste se derivó de medidas aplicables por una sola vez (Franco, 1990). Algunas alteraciones constitucionales relacionadas principalmente con los gastos de la seguridad social, además de las recientes concesiones a los estados, recaerán pesadamente sobre el año fiscal de 1991. En esas condiciones es razonable predecir un déficit operacional significativo para 1991, tal vez entre 4% y 6% del PIB.

Se esperaba que en el segundo semestre de 1990 se pondrían en marcha reformas fiscales que, aun sin ser soluciones permanentes a los problemas, al menos mejorarían las perspectivas para 1991. Sin embargo ninguna medida fiscal de impacto considerable fue propuesta, a excepción del intento fallido de instituir el ITR (Impuesto Territorial Rural) mediante proyecto de ley sometido al Congreso. La derrota del gobierno en esta ocasión puso en evidencia su aislamiento y sus carencias en el juego político, lo mismo que las dificultades que enfrenta para hacer aprobar nuevos impuestos, las cuales serían grandes incluso en condiciones normales. La mezcla de déficit fiscal creciente y disminución de la capacidad de financiamiento no inflacionario (afectada por los defectos de las nuevas reglas financieras y por la necesidad de esterilizar los cruzados desbloqueados) es explosiva, y lleva a esperar nuevas medidas sorpresivas por parte del gobierno en el futuro próximo.

Al mismo tiempo se hizo evidente, como ya se mencionó, que la política retrocedió al "control de

caja" que se practicaba al final del gobierno Sarney, colocando a las finanzas públicas en una situación de "déficit reprimido". El procedimiento de atrasar sistemáticamente los pagos genera un efecto Tanzi a la inversa, es decir, a favor del gobierno, porque los pagos son realizados sin corrección monetaria o mediante "negociaciones" (especialmente con el sector privado) que generan ganancias de capital para el Tesoro. Hay que resaltar que esto es posible porque aún no ha sido reglamentada la constitución de 1988 en lo que se refiere a la contratación de deuda pública. El vacío legal permite, por tanto, que el gobierno acumule atrasos sustanciales, lo que funciona como una deuda pública "heterodoxa", es decir, como la financiación forzosa al Estado por parte de los proveedores, una fuente que no está sujeta a autorización del Congreso ni a ningún procedimiento establecido de control.

Es significativo que la única medida fiscal que acompañó al Plan Collor 2 fue la que otorgó poderes formales al Ministerio de Economía para suspender pagos, es decir, dio fuerza de ley al "control de caja". Incluso en ese momento se percibía que un monto grande de atrasos se estaba acumulando a lo largo de los primeros meses del año, y que las cifras de los resultados de caja presentadas orgullosamente por el gobierno eran artificiales.

De otra parte, la rotación arbitraria de la deuda con el sector privado ha alimentado rumores sobre corrupción, los cuales crecen en la medida en que el conjunto de las cuentas públicas pierde transparencia. Es imposible impedir que el control de caja en un contexto deficitario genere mala voluntad y críticas de parte de los afectados por el racionamiento, inevitablemente arbitrario, de los gastos públicos. Entre las críticas se encuentran, ciertamente, las denuncias sobre corrupción.

De acuerdo con las observaciones anteriores, los datos del Cuadro 5 sobre el resultado de caja de las cuentas públicas deben ser considerados con cautela. Para el ejercicio de 1990 los datos muestran un pequeño superávit, producido por un incremento

de 13.1% de los ingresos y una reducción de 34.8% de los gastos. Las reducciones en subsidios tuvieron una contribución importante, como lo demuestran los resultados más favorables de las operaciones de crédito, tanto por el lado de los ingresos (aumento de 95.2%) como por el lado de los egresos (reducción de 63.8%). Los impuestos extraordinarios no son observables en el cuadro, lo que permite suponer que sin su concurso el año 1990 habría registrado una pérdida significativa del recaudo. En la disminución de los egresos contribuyeron decisivamente el descenso del servicio de la deuda pública representativa de papeles (88.2%), y el hecho de que los gastos de personal se han mantenido más o menos constantes (aumento de 4.5%) a pesar de los beneficios establecidos por la nueva Constitución.

Para el período enero-abril de 1991 se observa una caída de los ingresos de 33.6%. Este es un claro resultado de la recesión y, en menor medida, de la normalización del flujo tributario frente a los niveles excesivamente altos de marzo y abril de 1990. De otra parte, la reducción de los egresos en 41.5% parece reflejar los efectos del "control de caja": hay una disminución real de las transferencias a estados y municipios (23%), mientras que "otros gastos" permanece constante (aumento de 5%). Además de esto, se observa una reducción de 33.3% en gastos de personal, lo que revela la alarmante reducción de los salarios de los funcionarios públicos; y también se aprecia la virtual desaparición de las obligaciones sobre la deuda pública representativa de títulos. Sobre este aspecto se debe anotar que en ningún lugar está considerada la remuneración de los cruzados bloqueados.

Es evidente el carácter transitorio de los resultados alcanzados en el primer cuatrimestre de 1991, en razón de lo cual las perspectivas para lo que resta del año son absolutamente inciertas. El nuevo equipo tendrá poco tiempo para elaborar el presupuesto de 1991, y poco tiempo también para el diseño de medidas fiscales de carácter permanente que puedan tener vigor en el ejercicio de 1992.

**Cuadro 5. BRASIL: EJECUCION FINANCIERA DEL TESORO NACIONAL (Resultado de caja, cruzeiros corrientes, diciembre de 1990 a abril de 1991)**

Resultado	Enero- diciembre 1990	Ene-dic. 90/89 Real*	1991				Ene-dic. 91/90 Real*
			Febrero	Marzo	Abril	Ene-Abr.	
I. Flujo Fiscal							
A. Ingresos	4306.6	13.1	698.1	847.5	957.5	3120.0	-33.6
1. Ingresos brutos	4016.0	19.1	608.0	739.6	885.9	2000.0	-37.7
2. Incentivos fiscales	-34.0	-1.7	-5.0	-14.1	-3.1	-24.8	172.9
3. Operaciones de crédito	290.6	-41.2	95.2	122.0	74.7	336.2	53.9
B. Egresos	-4207.7	-34.8	-699.4	-846.7	-958.0	-3126.0	-41.5
1. Transferencias	-1364.4	34.0	-184.5	-279.8	-308.8	-986.6	-14.7
Estados y municipios	-61.3	-8.9	-165.9	-239.8	-231.0	-762.4	-23.0
Otras transferencias	-1303.1	-5.2	177.5	-40.3	-78.0	-214.1	-5.0
2. Gastos ordinarios	-2869.2	-51.0	-514.9	-562.4	-653.1	-2129.0	-50.6
Servicio personal	-1584.7	4.5	-322.5	-292.8	-354.7	-1195.0	-33.3
Servicio deuda externa	-124.9	21.7	-11.5	-20.8	-9.2	-411.0	-38.7
Servicio deuda interna	-256.5	-88.2	-0.9	-7.6	-0.2	-9.0	-99.4
Otros gastos	-533.2	-57.7	-25.1	-125.5	-162.9	-313.0	5.0
3. Operación de crédito	-271.6	-63.8	-86.1	-69.0	-72.0	-275.0	-11.2
4. Refinanciación							
Con aval nación	-62.9	200.5	0.0	0	...	...	-100.0
5. Otros	-35.4	44.7	-68.7**	-46.7**	-57.9**	-306.0	...
C. Resultado	98.9	...	-1.3	0.8	-0.5	-6.0	...
II. Financiamiento							
A. Remuneración	1645.2	161.4	134.1	4.7	484.2	891.0	...
Disponibilidades							
B. Resultado BACEN	1060.0	89.1	0.0	0.0	...	...	...
C. Operaciones de crédito							
D. (-) Redención Tít.							
Deuda interna	-2136.1	-70.7	-61.5	-123.0	-60.6	-289.0	...
E. Amortiz. deuda externa	...	...	-22.2	-47.8	-60.6	-131.0	...
F. Colocación CPs	34.0	...	0.0	0.0	...	...	...

\* Deflactado por el INPC promedio. En billones de CR\$.

\*\* Restante a pagar ejercicio 1990.

Fuente: Ministerio de Economía y CNI. Elaboración propia.

#### D. Inflación

La aceleración de la inflación en el segundo semestre de 1990 (Cuadro 6) es bastante suave, pero se hace más intensa a partir de octubre, cuando los diversos

índices pasan de cifras del orden de 14% o 15% a un nivel de 20% en los primeros meses de 1991.

Varias circunstancias explican este comportamiento. Una mala cosecha agrícola (cuyos orígenes están



**Cuadro 6. BRASIL: TASAS DE INFLACION, INDICES ALTERNATIVOS**

	IPC-FIPE	INPC-IBGE	IGP-DI	IPM-DI	IPC-FGV
1990 Enero	74.53	68.19	71.90	72.63	72.84
Febrero	70.16	773.99	71.68	73.99	67.52
Marzo	79.11	82.18	81.32	82.04	80.74
Abril	20.19	14.67	11.33	9.98	17.24
Mayo	8.53	7.31	9.08	7.93	9.63
Junio	11.70	11.67	9.02	7.32	12.75
Julio	11.31	12.62	12.98	11.57	14.71
Agosto	11.83	12.18	12.93	12.94	12.86
Septiembre	13.13	14.26	11.72	11.06	13.12
Octubre	15.83	14.43	14.16	14.59	14.04
Noviembre	18.56	16.92	17.45	18.43	16.74
Diciembre	16.03	19.14	16.50	15.00	18.90
1991 Enero	21.02	20.95	19.93	20.32	19.91
Febrero	20.54	20.20	21.11	21.57	21.53
Marzo	7.48	11.79	7.25	7.48	6.60
Abril	7.19	5.01	8.74	9.04	8.62
Mayo	5.76	6.66	6.53	5.45	7.05

Fuente: IBGE, FIPE, FGV.

relacionados con las dificultades de financiamiento causadas por el Plan Collor 1), ejerció una influencia importante, aunque muy inferior a la que se le atribuye en el discurso oficial. Lo mismo se aplica a las expectativas negativas generadas por el conflicto del Golfo Pérsico que, en términos prácticos, sólo produjo un programa de racionalización de combustibles y algunas confusiones en el abastecimiento de gas de cocina sin mayores consecuencias.

Más importantes fueron los reajustes de precios relativos que respondían a la violenta elevación de los precios de alquileres, servicios y vestuario en los primeros meses del Plan Collor 1 (Franco, 1990). Considerando el IPC-FIPE, que mide el costo de vida en la ciudad de Sao Paulo, se observa que de marzo a septiembre la inflación acumulada fue de 44%, pero en los tres ítems arriba mencionados alcanzó 145%, mientras que los otros renglones

crecieron apenas 26%. A partir de octubre, la aceleración de la inflación es liderada por otros ítems, principalmente transporte, educación y gastos varios. Según la versión oficial, este reordenamiento aparentemente inexplicable de precios se debía a que la adhesión de los agentes económicos a la indexación informal generaba la aceleración.

Es igualmente importante observar que la incertidumbre sobre el ajuste fiscal y el desarrollo de la política monetaria ya era evidente en octubre, dando lugar desde entonces a rumores sobre un nuevo congelamiento. Aunque el equipo económico desmintió estos rumores enfáticamente y apostó su credibilidad a la austeridad monetaria y fiscal, y a la recesión, como instrumentos para combatir la inflación, ello probablemente no sirvió para impedir un movimiento defensivo de reajuste de precios, como respuesta a un posible congelamiento. En alguna medida, por tanto, el

avance de la inflación hasta febrero y el congelamiento que siguió pueden describirse como una profecía autorealizada.

El anuncio del nuevo congelamiento ocurrió cuando muchos consideraban agotada la capacidad del equipo económico para impulsar nuevos planes. La absoluta falta de credibilidad del equipo contribuyó para que los primeros días del nuevo choque fuesen de gran desorden, pues la opinión generalizada era que el nuevo Plan tendría corta vida y que la adhesión al congelamiento sería pequeña y difícil, a causa del tarifazo. Sin embargo, se subestimó la importancia de la recesión como instrumento de disciplina sobre los precios. A pesar de la tensión sobre los precios relativos, los resultados de los índices de precios para marzo, abril y mayo sorprendieron a la mayor parte de los analistas económicos. No sólo la inflación se mantuvo cercana a 7%, sino que mostró una clara tendencia declinante en mayo.

En rigor, los buenos resultados se deben a la política de administración del congelamiento a través de las cámaras sectoriales de precios. El gobierno permitió reajustes de los precios sujetos a las mayores tensiones dentro del ámbito de acción de las cámaras, pero actuó con gran lentitud frente a los pleitos empresariales. En marzo y abril los precios industriales al por mayor crecieron apenas 2.2% y 3% respectivamente, lo que indicaba que estos precios se estaban atrasando con relación a la inflación promedio, y de manera más acentuada con relación a los precios agrícolas al por mayor, que crecieron 21.8% y 22.2% en marzo y abril. En mayo, sin embargo, la tendencia al desarreglo de los precios relativos prácticamente desapareció: los precios industriales crecieron 5.4% y los agrícolas 5.5%, mientras que el IPC-FIPE creció 5.8%.

A pesar de lo anterior, al interior del IPC un comportamiento ya conocido daba señales de que había movimiento, como se puede ver en el Cuadro 7. Se percibe con claridad que alquileres, servicios

personales, servicios médicos, vestuario y alimentación fuera del domicilio (los mismos villanos del Plan Collor 1) han crecido sistemáticamente por encima del promedio. La evolución de los alquileres sorprende en la medida que el Plan Collor 2 congeló los arriendos de marzo a agosto, e incluso así su ritmo de crecimiento ha sido del orden de 15% al mes. Con relación al vestuario es evidente la influencia de factores estacionales, como por ejemplo la entrada de las colecciones de invierno, que no estuvieron presentes en el Plan Collor 1.

Se debe notar también que muchos precios administrados y públicos se han mantenido prácticamente congelados (tabaco, bebidas, transporte y drogas) mientras que muchos servicios han sido controlados a través de cámaras sectoriales. Así, nuevamente se van produciendo atrasos en las tarifas públicas y nuevamente el gobierno se ve obligado a corregirlas en medio de un congelamiento o a la salida de éste. Esta dificultad ya es clásica de los planes de estabilización con congelamiento de precios. Se debe agregar que, como se mencionó, los alquileres fueron congelados de marzo a agosto y deberá ocurrir un reajuste generalizado en septiembre, con base en un índice que será creado por el IBGE, que mida la variación de los salarios nominales de marzo a agosto. Si este índice exhibe una variación del orden de 50% o 60%, lo que parece plausible a la luz de la evolución de los índices de costo de vida, el impacto sobre la inflación mensual deberá ser de unos 4% o 5% en ausencia de otros factores.

A causa de esos factores y de las tensiones desconocidas que se ocultan tras el control de precios, las expectativas sobre inflación señalaban inequívocamente una aceleración cuando el nuevo equipo económico asumió en mayo. Muchos aprovecharon para reajustar precios, a la espera de un rápido descongelamiento. Sin embargo, a pesar de tener un perfil más liberal, el equipo no sólo decidió preservar íntegramente el control de precios por medio de las cámaras, sino también

**Cuadro 7. BRASIL: INFLACION Y PRECIOS RELATIVOS (IPC-FIPE, Costo de vida en Sao Paulo)**

Semana	Marzo	Abril				Mayo		
	4	1	2	3	4	1	2	3
TOTAL	7.48	7.34	6.99	7.01	7.19	6.47	6.03	5.81
Alimentación	3.20	4.30	5.76	7.25	8.35	6.25	4.21	3.09
Alim. en domicilio	3.15	4.21	5.67	7.19	8.19	5.82	3.25	
Industrializados	2.61	1.75	1.99	2.37	3.25	2.79	2.22	
Semi-elaborados	0.30	0.80	1.44	2.71	4.25	5.61	5.40	
In natura	9.74	16.37	22.53	27.46	28.01	12.60	2.31	
Alim.fuera domicilio	3.71	4.93	6.38	7.63	8.73	9.18	9.35	
Gastos personales	1.35	1.78	1.87	1.95	1.94	2.03	2.45	2.62
Tabaco/bebida	-0.84	0.28	0.14	0.07	0.05	0.26	0.28	
Recreac/cultura	2.39	2.35	3.20	3.28	2.95	2.36	2.98	
Gastos varios	0.29	1.03	1.29	1.88	1.64	2.08	2.89	
Higiene/belleza	2.92	1.57	1.83	1.03	1.87	1.32	1.49	
Serv.personales	9.45	10.13	9.04	9.52	9.61	11.68	13.34	
Habitación	28.44	23.64	17.49	12.05	8.54	8.45	7.83	7.14
Mantenimiento	41.21	30.17	20.39	11.84	4.24	3.95	3.85	
Alquiler	24.05	24.05	19.67	15.60	15.11	15.11	13.45	
Art.limpieza	1.89	0.47	0.53	1.18	3.60	3.29	3.31	
Transporte	5.27	1.37	0.18	0.12	0.12	0.17	0.27	0.27
Vehículo propio	4.20	0.34	0.21	0.20	0.19	0.28	0.45	
Transp.urbano	6.92	2.96	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	
Vestuario	3.42	10.02	12.79	18.53	25.12	25.47	28.55	29.28
Ropa masculina	0.97	5.03	11.17	18.38	24.48	24.88	23.91	
Ropa femenina	4.54	16.59	14.85	20.62	30.67	32.81	44.36	
Calzado	6.86	11.16	14.67	17.77	20.31	17.08	16.57	
Salud	5.15	4.88	5.91	5.73	5.43	6.35	6.68	7.02
Remedios	1.46	0.70	1.33	1.08	0.97	1.05	0.50	
Serv.médicos	9.21	9.51	11.00	10.90	10.39	12.27	13.67	
Educación	8.82	8.54	6.22	3.75	1.41	1.44	7.47	20.55

Fuente: FIPE-Universidad de Sao Paulo.

profundizarlo. La operación de los controles de precios, que parece intensificarse cada día con la creación de nuevas cámaras sectoriales (!su número puede llegar a 30!), tendrá que impedir una explosión descontrolada de los precios. No obstante, el avance del intervencionismo es visto con inmensa preocupación.

### **E. El Sector externo**

El desempeño de las exportaciones brasileñas en los primeros meses de 1991 fue superior al de 1990: las exportaciones de enero a abril sumaron US\$10.9 mil millones contra US\$9 mil millones en el respectivo período en 1990. Es necesario resaltar, sin embargo, que el período enero-abril de 1990 fue adversamente afectado por las expectativas de una maxidevaluación, que eran generalizadas en los meses que antecedieron a la posesión del presidente Collor (Franco, 1990). Teniendo en cuenta este elemento y el hecho de que la recesión representaría, en teoría, un impulso adicional a las exportaciones, el comportamiento de las exportaciones no es de los mejores.

Las importaciones en el período enero-abril de 1991 fueron ligeramente superiores a las del mismo cuatrimestre del año anterior, lo que puede estar reflejando la liberalización comercial desarrollada a partir de marzo de 1990. Nótese que la liberalización incluyó:

- i. reducciones en tarifas;
- ii. la eliminación de una exigencia de financiamiento externo para importaciones de bienes de capital;
- iii. cierta flexibilización en las exigencias de contenido nacional por parte de bancos y agencias oficiales;
- iv. la abolición de una lista de importaciones prohibidas de bienes de consumo.

En 1990 el comportamiento de las importaciones reflejó claramente estos cambios. Las importaciones de bienes de consumo crecieron 19.5%, las de bienes de capital crecieron 24.5% y las de insumos cayeron 1.9%. Estos tres grupos representan respectivamente 14%, 28% y 32% del total de las importaciones. El 26% restante corresponde a las importaciones de petróleo, que crecieron 16.9% en 1990 debido a los aumentos de precio determinados por el conflicto en el Golfo Pérsico. Aparentemente, entonces, la liberalización tuvo algún efecto sobre las importaciones de bienes de consumo y bienes de capital, anteriormente limitadas por la restricción de financiamiento.

La política cambiaria en los primeros meses de 1991 tuvo comportamientos semejantes a los observados después de marzo de 1990. Desde la suspensión de los pagos de la deuda externa en 1989, la tasa de cambio mostró una tendencia a la revaluación, una vez que el Tesoro quedó fuera del mercado. Sin embargo, el BACEN ha contrarrestado de manera consistente esta tendencia, acumulando reservas. Por otro lado, desde la posesión del gobierno el BACEN ha tenido una presencia importante en el mercado paralelo de dólares, especialmente a través del mercado de oro, con el fin de evitar que el diferencial entre el precio del dólar en el mercado paralelo y el dólar oficial (tasa de cambio comercial) supere el 20%. La política del BACEN consiste en absorber el exceso de oferta de divisas que existe en el mercado oficial, y utilizar una parte de las reservas acumuladas para adquirir oro y venderlo en el mercado doméstico. Como el precio del dólar paralelo obedece a una relación de arbitraje entre los precios del oro en Brasil y en el exterior, al regular el precio del oro el BACEN fija la cotización del dólar paralelo. En la práctica es equivalente a tener una tasa de cambio dual, donde los mercados del oro y el dólar paralelo permiten la dolarización de los activos domésticos.

A través de ese mecanismo el BACEN no solamente logró recuperar parte de la violenta revaluación cambiaria verificada antes de marzo de 1990, sino

también mantener un nivel de reservas relativamente estable alrededor de US\$8 mil millones. La recuperación de la tasa de cambio real a partir de marzo de 1990 fue bastante significativa (Cuadro 8); considerando las tasas efectiva y deflactada por los precios al por mayor, los niveles de abril representan 82.9% y 88.6% respectivamente del promedio de 1988.

Existe cierta controversia sobre la existencia de "atraso cambiario". En teoría, si el régimen cambiario brasileño es de tasas flexibles, como argumenta el BACEN, entonces la tasa de mercado es la tasa de equilibrio y no hay atraso. Ocurre, sin embargo, que esta descripción no corresponde al régimen brasileño, dadas las restricciones y segmentaciones existentes en el mercado de cambio. La cuestión del atraso cambiario implica, por lo tanto, un juicio sobre la situación de pagos

internacionales del país. Desde el punto de vista del saldo comercial, el desempeño en los primeros meses del año no alcanza a esclarecer el problema. El saldo comercial acumulado en el mismo período fue de US\$4.845 millones, superior al verificado en los primeros cuatro meses de 1990 (US\$3.232 millones) pero inferior al del período correspondiente en 1989 (US\$5.551 millones). Hay otros factores que actúan sobre el saldo, y otras fuerzas que afectan la tasa de cambio.

Es interesante destacar que durante el período 1983-86, cuando el país cumplía enteramente sus compromisos de deuda externa, el nivel de tasa de cambio real superaba en cerca de 30% el de 1988, con relación al cual, como vimos, los niveles actuales están desfasados entre 12% y 18%. En cada uno de esos momentos el nivel de pago de la deuda era diferente, por lo que es probable que el

**Cuadro 8. BRASIL: TASA DE CAMBIO REAL (Tasa promedio de 1988=100)**

	Deflactada por el IPM de la industria				Efectiva			
	1988	1989	1990	1991	1988	1989	1990	1991
Enero	106.39	95.07	58.74	85.24	105.36	93.20	66.04	93.55
Febrero	104.04	95.83	56.32	81.90	104.11	86.07	65.80	78.37
Marzo	103.70	95.16	48.80	83.07	103.50	83.89	49.40	77.90
Abril	101.54	95.62	57.65	88.57	103.25	85.76	55.57	82.90
Mayo	101.11	95.44	62.35		100.38	86.20	59.20	
Junio	99.71	92.32	64.92		97.31	90.51	62.94	
Julio	99.71	89.35	70.02		98.81	89.36	67.20	
Agosto	99.30	80.92	67.71		95.71	78.95	63.04	
Septiembre	96.45	73.70	62.70		94.86	75.25	66.44	
Octubre	97.06	70.64	70.02		99.12	72.38	75.52	
Noviembre	96.37	67.39	75.77		99.19	70.66	85.19	
Diciembre	94.63	66.56	81.15		98.42	73.92	85.53	

Observaciones: Tasa Efectiva (i) La canasta de monedas es ponderada por la participación promedio de los siete países con más peso en las exportaciones brasileñas en el período.

(ii) No se considera la inflación externa en el cálculo de la tasa de cambio efectiva.

(iii) La tasa de cambio efectiva es deflactada por el IPM de la industria.

nivel de la tasa de cambio real sea correcto en cada caso. Para saber si los niveles vigentes actualmente serán adecuados en 1991, es necesario considerar los escenarios posibles en relación con el pago de la deuda externa. Retornar al nivel de pagos de 1983-86 implicaría una devaluación real del orden de 45%, mientras que el nivel de pagos de 1988 requeriría una devaluación de alrededor de 15%. A juzgar por la marcha de las negociaciones con los bancos acreedores, es probable que el volumen de giros para 1991 sea inclusive inferior al que rigió en 1988, pero que la misma tasa de cambio real sea apropiada o no, es algo que depende de otras variables externas.

A mediados de mayo Brasil logró concluir un acuerdo con los bancos acreedores sobre los atrasos acumulados desde fines de 1989, que sumaban cerca de US\$8.4 miles de millones.

El acuerdo prevé pagos de US\$2 mil millones en 1991. El 45% se pagará diez días después de ratificado el acuerdo por el Senado y el resto en cuotas mensuales iguales hasta diciembre. Lo restante es convertido en títulos a 10 años, con 3 años de gracia y con opción de intereses fijos o

fluctuantes y amortización garantizada. El acuerdo fue considerado un éxito por los negociadores brasileños por dos razones básicas:

i. Fue la primera vez que uno de los grandes deudores (el único antecedente es el de Costa Rica) consiguió convertir montos de pagos atrasados en títulos de largo plazo emitidos con descuento.

ii. La emisión de estos títulos ocurrirá cuando concluya el acuerdo para lo que resta de la deuda, y las perspectivas en ese sentido se modificaron sustancialmente con el cambio del equipo económico. El nuevo ministro dejó en claro que pretende usar el Plan Brady, con lo que obtuvo muy buenas repercusiones en la comunidad financiera internacional, pero aún mantiene su adhesión a los parámetros de negociación definidos por el equipo anterior. De cualquier forma, el año de 1991 no estará muy presionado por pagos de deuda externa, pero éste puede no ser el caso en 1992, cuando se espera que el país ya haya adherido al Plan Brady. En estas condiciones, se espera que tanto el régimen cambiario como el nivel de la tasa de cambio real no sufran mayores alteraciones en lo que queda del año.

## REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

Amadeo Edward J. y Gustavo H.B. Franco (1990), Inflação y Precos Relativos no Plano Collor: avaliação y perspectivas. Departamento de Economía PUC-RJ. Textos para Discussão No.250. Próximo a publicarse en la Revista Brasileira de Economia 1991.

Franco Gustavo (1990), La Economía Brasileira en 1990: desempeño y perspectivas. Coyuntura Latinoamericana No.1, diciembre.

Marques, Maria Silvia B. y Arno Mayer. A fuga de Capitais no Brasil. Anais do 18 Encontro Nacional de Economia ANPEC, Brasilia.

Serra José y Gustavo H.B. Franco (1991), Análise Económica do Novo Plano de Estabilização. Em Clovis de Faro (ed) A Economia Brasileira depois do Plano Collor 2. Rio de Janeiro: Ao Livro Técnico.

Williamson, John (1988), Capital Flight: the problem and policy responses. Washington Institute of International Economics.