

LA CRISIS FINANCIERA DEL ESTADO BRASILEÑO EN LOS AÑOS OCHENTA: UNA REVISIÓN TEÓRICA *

MÓNICA BAER

El objetivo de este artículo es la revisión de algunos conceptos teóricos básicos sobre el problema del financiamiento y un intento de articularlos en un marco analítico coherente, que posibilite comprender cómo, a partir del problema de la deuda externa, se generó una crisis más amplia del financiamiento del sector público brasileño.

La necesidad de hacer esta revisión tiene origen en dos preocupaciones. En primer lugar, parece importante poder delimitar cuales fueron los determinantes internacionales de esta crisis y cuáles se deben a conflictos internos y así como la forma en que se interrelacionan. Esto es fundamental para entender los obstáculos que estamos enfrentando en el intento por superar la crisis de financiamiento del sector público. En segundo lugar, el retorno al desarrollo supone repensar una cuestión clave que es el financiamiento y las condiciones para viabilizarlo. Subyacente a este argumento, está el reconocimiento de que este aspecto estratégico no puede estar disociado del patrón de crecimiento a ser emprendido.

El artículo se divide en dos partes. En la primera, se discuten conceptos y aspectos teóricos relevantes para el proceso de financiamiento, con algunas especificidades para el caso brasileño. En la segunda, se trata de articular estos conceptos para presentar lógicamente las hipótesis en relación con la dinámica de financiamiento del sector público en Brasil en los años ochenta.

* Traducción de Nildo Domingos Ouriques.

1. EL PROBLEMA DEL FINANCIAMIENTO

1.1. Las condiciones para la acumulación

A partir de una concepción keynesiana, la expansión de la inversión, base del proceso de acumulación, supone dos condiciones (Davidson 1978, pp. 248, 294 y Asimakopulos 1986, p. 79). En primer lugar, que los agentes privados tengan la confianza en cuanto a la realización de ganancias futuras a punto de estar dispuestos a emprender nuevas inversiones productivas. En pocas palabras, que exista predisposición a la inversión. En segundo lugar, para que la inversión se concrete, es necesario que ella no esté obstaculizada por problemas de financiamiento. Es decir, los inversionistas deben tener a su disposición mecanismos adecuados de financiamiento.

En el caso de la economía brasileña, la discusión de la primera condición —perspectivas favorables para la inversión— no parece una cuestión trivial por varias razones. En términos de las condiciones de la coyuntura económica, hubo un deterioro significativo en los años ochenta. La gestión de la política económica, que fue conducida con alteraciones importantes, aunque poco efectivas, reveló un estrechamiento del margen de maniobra de las autoridades económicas y, consecuentemente, se mostró poco confiable para el retorno sostenible de la inversión.

Desde el punto de vista estructural, los dilemas no fueron menores. Después de la última fase del proceso de sustitución de importaciones, emprendidas en los años setenta, y ante las profundas transformaciones económicas internacionales, condicionadas por las mudanzas tecnológicas y por la reorganización de empresas y áreas de influencia, no existió claridad en relación con el futuro del modelo de desarrollo de la economía brasileña. La dificultad enfrentada para redefinir el patrón de crecimiento se agravó también por otros aspectos. En el ámbito interno, por problemas políticos que volvieron difíciles superar los obstáculos de intereses corporativos, entre los cuales se encuentran la propia redefinición del papel del Estado y la superación de su crisis financiera. En el ámbito internacional, por condiciones financieras desfavorables —tanto en términos de inversión de riesgo cuanto de recursos de órganos oficiales bi y multinacionales, y créditos de los bancos privados—, y por negociaciones difíciles en áreas estratégicas para el desarrollo futuro

(tecnología y acceso a mercados), como reveló, por ejemplo, la Ronda de Uruguay.

Ante esta realidad, decisiones de inversión en la dirección de una ampliación sostenida de la capacidad productiva fueron perjudicadas por expectativas desfavorables en el futuro. *Es en este sentido que se puede hablar que la crisis consistía antes que nada, en la dificultad de lograr la definición de un proyecto de desarrollo para el país.*

En la discusión acerca de la crisis económica brasileña las atenciones estuvieron volcadas básicamente en los problemas de corto plazo.¹ En nuestra opinión, esta independencia no sólo no existe, sino que también los problemas de corto plazo son fuertemente determinados por los problemas estructurales. En otras palabras, los obstáculos crecientes en la gestión de la política económica de corto plazo se deben a las resistencias enfrentadas para superar problemas estructurales, que son uno de los principales síntomas de esta dificultad en la definición de un proyecto más amplio.

La segunda condición para que la inversión productiva se realice, es la disponibilidad de financiamientos. Puede haber decisión de inversión, pero esta decisión no se realiza en función de problemas de financiamiento. Según Asimakopolus (1983, p. 226), Keynes no sólo apuntaba las facilidades financieras como un determinante importante del ritmo de la expansión de las inversiones, sino que tenía preocupaciones con el financiamiento de corto y de largo plazos, aunque en sus escritos se haya referido solamente al del primer tipo.²

Es a partir de esta segunda cuestión que se abre todo un debate teórico sobre la relación entre ahorro, inversión, y condiciones de financiamiento, un desafío para discutir las posibles salidas para un problema crucial de la actual crisis brasileña.

¹ Un ejemplo de esta perspectiva analítica son las opiniones de que es necesario, antes que nada, estabilizar sin lo cual ninguna otra política es efectiva. Aunque sea correcta que sin estabilización no se retorna a un crecimiento económico sostenido, ello no significa que vale cualquier política de estabilización. En realidad esta política precisa articular la gestión de los problemas de corto plazo con la superación de los obstáculos estructurales.

² "El (Keynes) también desconoce que la viabilidad del financiamiento de corto plazo no es suficiente para una decisión de inversión favorable. 'El inversionista, al decidir invertir, tiene que sentirse satisfecho en dos puntos: en primer lugar, que él pueda obtener financiamiento de corto plazo suficiente durante el periodo de producción de la inversión; y en segundo lugar, que él pueda eventualmente consolidar sus obligaciones de corto plazo en un tiempo de largo plazo en condiciones satisfactorias' (...) y entonces él solamente se concentra en el financiamiento de corto plazo." Asimakopolus (1983, p. 226) (paréntesis nuestro).

1.2. *Inversión, ahorro y financiamiento*

1.2.1. Independencia de las decisiones de inversión en relación con el ahorro

Según la perspectiva keynesiana, no existe *ex ante* ninguna relación directa entre la inversión y el ahorro. Conforme Davidson (1978, pp. 248-249), las decisiones de realizar inversiones productivas ocurren independientemente de las inversiones en cartera (aplicación del ahorro) y en función de determinantes muy diferentes. Como señalamos, la decisión de inversión productiva depende de la expectativa que el emprendedor tiene, de que el flujo de rendimientos a lo largo de la vida útil del equipo, supere los costos de inversión, y de que tenga a su disposición financiamiento adecuado. A su vez, la inversión de cartera, que se refiere a la *forma* en que los agentes deciden diferir su consumo en el tiempo (ahorro), depende básicamente del precio presente de los activos financieros y de la expectativa de sus rendimientos futuros.

Así, no existe ninguna relación directa importante entre estos dos mercados que no sea la tasa de interés. No obstante, en ambos mercados ella cumple funciones distintas. En el caso de las decisiones de inversión productivas, la tasa de interés puede servir como tasa de descuento mínima en el flujo de caja esperada. De esta forma, aunque puede tener alguna influencia en la decisión de inversiones como parámetro del costo de capital, ella es solamente una de las variables que condicionan la decisión, y tiende a tener menos peso frente a las expectativas relacionadas con los mercados, tecnología, rentabilidad y ante la existencia de fuentes internas de financiamiento (Blecker, 1990, p. 7). Por otro lado, en las decisiones de inversión de cartera la tasa de interés sirve para orientar las decisiones entre mantener el ahorro bajo la forma de activos financieros o directamente en dinero, es decir, refleja la preferencia por la liquidez.³

³ En este sentido, L. G. M. Belluzzo y J. S. G. de Almeida utilizan el concepto de "tasa de interés como el precio para desprenderse ahora de la riqueza en su forma general para reconquistarla en fecha futura". Belluzzo & Almeida (1984, p. 124).

1.2.2. Financiamiento: *finance* y *fundings*

Las decisiones de inversión, como ya señalamos, son también condicionadas por la disponibilidad de financiamiento. Así, la cuestión radica en establecer la relación de ésta con el ahorro. En la perspectiva keynesiana hay una clara distinción entre dos tipos de financiamiento: *finance* y *fundings*.

Por *finance* se entiende el adelanto, por parte del sistema bancario, del crédito de corto plazo al inversionista para que éste pueda disponer de suficientes recursos monetarios y ponga en funcionamiento su proyecto. En la medida que la inversión va generando ingresos éste crédito de corto plazo puede ser amortizado y los bancos pueden reaplicarlo en el financiamiento de corto plazo de nuevos proyectos de inversión. El *finance* es concebido como un fondo rotativo (*revolving fund*) de recursos creados por el sistema bancario y que no tiene su origen en el ahorro.⁴

En la discusión sobre la independencia de la inversión respecto al ahorro, y sobre su dependencia en relación con el financiamiento ofrecido por el sistema bancario, Keynes se refiere al *finance motive*. De ahí concluye que la restricción a la expansión de las inversiones puede concentrarse en el sistema bancario.

(...) a menos que el sistema bancario esté preparado para incrementar la oferta de dinero, la falta de financiamiento puede constituir un obstáculo importante para más de una pequeña cantidad de decisiones que estén bajo consideración en un momento determinado.⁵

En la medida en que el flujo de ingresos originados en la inversión, en el corto plazo, sea insuficiente para amortizar el crédito adelantado por el sistema bancario, se impone la necesidad de financiamientos de largo plazo. Conforme señalaban varios autores poskeynesianos, y se puede inferir de su debate alrededor de la cuestión del financiamiento, del ahorro y de la inversión Keynes —en función de sus preocupaciones

⁴ (...) mi visión del rol del sistema bancario, cuya función es crear financiamiento de corto plazo para cuando los inversionistas deseen incrementar el flujo de inversión real. Este financiamiento creado por la banca (*non-resource using*) necesita ser diferenciado del rol de los mercados financieros de largo plazo, los cuales requieren que el público desista de un monto de liquidez equivalente a los ahorros reales (i.e. *unexercised income claims on resources*) en el proceso de consolidación de la inversión". Davidson (1986, p. 101).

⁵ Keynes (1973, p. 203), citado por Asimakopulos (1983, p. 226).

centrales acerca de la demanda efectiva y de la posibilidad de una situación de equilibrio con desempleo— concentró sus análisis en el corto plazo y prácticamente no discutió la cuestión del financiamiento de largo plazo.⁶

Como *fundng* los autores poskeynesianos entienden la movilización de los recursos financieros que necesitan estar a la disposición de los inversionistas productivos por un plazo más largo, y que por esta razón, preceden la canalización del ahorro, es decir, la renta acumulada cuyo poder de consumo es diferenciado en el tiempo. La cuestión se sitúa entonces, en la forma en que la decisión de los ahorradores se concilla con las necesidades de *fundng* por parte de los inversionistas productivos.

Esta línea que establece la diferencia entre *finance* y *fundng*, que a nivel analítico es muy nítido, no lo es en la dinámica financiera en contextos inflacionarios. En éstos, se presentan dos complicaciones. En primer lugar, el ahorro tiende a concentrarse en aplicaciones financieras de corto plazo o activos reales, pudiendo crear problemas para la cobertura de las necesidades de *fundng*. En segundo lugar, estas economías presentan desajustes patrimoniales importantes y, consecuentemente, las necesidades de *fundng* son parte no depreciables para financiar *stocks* de pasivos, y en menor medida, proyectos de inversión productivos.

1.2.3. *Funding* y el uso del ahorro

El gasto autónomo, que se constituye en parte a través de la inversión, determina la demanda agregada y —a través de su efecto sobre la renta, dada la propensión a ahorrar— genera un volumen de ahorro equivalente a la inversión, vía efecto multiplicador. Por tanto, teóricamente no debería presentarse ningún tipo de problema, en la medida en que, en términos agregados, el volumen del gasto autónomo genera *ex post* un volumen de ahorro equivalente a la inversión inicial. Con la disponibilidad de este ahorro se liquidaría el crédito de corto plazo (*finance*) anticipado por los bancos al inversionista y el ciclo se completaría.

Para que esta dinámica ocurra tan armoniosamente, aún en el corto

⁶ Para mayor referencia ver Asimakopolus (1983).

plazo existen, de acuerdo con Asimakopulos (1983), dos supuestos. Por un lado, que el ciclo del multiplicador se haya realizado de manera completa en un periodo de tiempo relativamente corto. Por otro lado, que el ahorro resultante de la expansión de la inversión haya sido efectivamente canalizado para amortizar el crédito bancario adelantado.⁷ Este último punto, también es subrayado por Terzi cuando defiende que para el pago del débito bancario lo que importa es el uso del ahorro, porque su volumen *ex post* es siempre igual al gasto autónomo.⁸

Aunque en términos agregados el ahorro *ex post* siempre equivale a la inversión, las decisiones individuales de cómo mantener el ahorro no tiene por que coincidir con las necesidades de recursos de terceros por parte de los inversionistas productivos. Como señala Victoria Chick (1987, p. 128), “la inversión es (por lo menos en parte) una oferta de nuevos títulos y el ahorro es (por lo menos en parte) una nueva demanda por títulos”.

La conciliación de estas decisiones independientes se hace vía ajustes en la tasa de interés en la dinámica del mercado financiero, y de ahí la importancia de su adecuado funcionamiento. Davidson también es muy claro en este sentido.

La existencia de un sistema bancario de creación de dinero exógeno permite que los emprendedores tomen decisiones de inversión que puedan ser incompatibles con las preferencias de portafolios del público con la tasa de interés circulante vigente. Si los inversionistas de la empresa pueden obtener financiamiento entonces ellos pueden manejar los recursos necesarios para hacer sus demandas de inversión operacionales y finalmente el precio de mercado de los empleos va a ser el mecanismo de ajuste que va atraer a la decisión de balance del portafolio del público en armonía con el volumen disponible de títulos que representan las necesidades pasadas y presentes de la inversión externa para los proyectos de inversión ultimados (...) sin que interese cuáles puedan ser los valores existentes deseados por el público, la autoridad monetaria y el sistema bancario serán el factor de compensación.⁹

⁷ “Para que el ciclo de Kalecki se complete, en los casos en que el financiamiento para la inversión sea obtenido a través del crédito bancario, es necesario que para ambos haya ocurrido la operación del multiplicador total y que el retiro de la deuda bancaria sea equivalente al crédito adelantado. Asimakopulos (1983, p. 225).

⁸ “(...) cualquier nivel hipotético de ahorros familiares es compatible con el remboloso total de la deuda bancaria, dada la condición que las familias utilicen todos sus ahorros para comprar nuevas emisiones de deuda por las empresas (...) que necesitan de estos fondos para pagar sus empréstitos bancarios, ya que sus recibos de ventas actuales no cubren todos sus empréstitos bancarios.” Terzi (1986, p. 193) (subrayado nuestro).

⁹ Davidson (1978, p. 267). Terzi (1986; 1989) también apunta en el mismo sentido.

En la discusión entre ahorro, financiamiento e inversión, lo importante es llegar a las siguientes conclusiones para avanzar en la cuestión del financiamiento de largo plazo. En primer lugar, en el corto plazo, una vez decidido el gasto, lo esencial para su concreción es la disponibilidad de *finance*, y por tanto una política adecuada del sistema financiero ante la demanda de *cash*. En segundo lugar, no está en discusión la disponibilidad de un volumen adicional de ahorro *ex post*, dado que éste deriva automáticamente del incremento de la renta originado por el gasto autónomo. Lo que importa es el destino o el uso que los ahorradores le dan, y de que manera ello se concilia con las necesidades de financiamiento de los inversionistas cuando éstas se prolongan por un plazo superior al establecido originalmente. En esta conciliación, la dinámica bancaria y la adecuación de la tasa de interés, parecen ser elementos centrales. En tercer lugar, si este razonamiento es correcto, avanzar en la comprensión sobre el problema del *funding*, es decir, las necesidades de financiamiento de largo plazo de proyectos de inversión, exige la profundización de la discusión sobre el volumen del ahorro, su aplicación y el papel de los agentes financieros en este proceso. Sobre el aspecto particular del proceso de canalización del ahorro y del apoyo al financiamiento, cabe analizar los cambios que ocurrieron en la década de los ochenta en las relaciones entre los mercados de capitales y los mercados de crédito, dada la importancia que asumieron los fondos de pensión y el proceso de securitización con la crisis del sistema de crédito.

1.3. Funding y el patrón de acumulación

La disponibilidad de financiamiento de largo plazo supone dos condiciones que analíticamente pueden ser tratadas por separado. Por un lado, que exista un *volumen* adecuado de ahorro —es decir, renta acumulada y cuyo poder de gasto sea diferido en el tiempo— que haya factible el apoyo al financiamiento de largo plazo. Por otro lado, que el volumen de ahorro existente sea efectivamente direccionado con el fin de dar soporte al *funding*. Teniendo como objetivo una mejor ordenación del punto de vista metodológico, también se tratará aisladamente los determinantes internos y externos del financiamiento, aunque en el análisis concreto ellos sean inseparables.

En relación con el primer aspecto, es decir, el volumen de recursos

internamente disponibles para apoyar el financiamiento de largo plazo de una economía, la cuestión crucial está en la opción entre privilegiar el consumo o dar mayor énfasis a la expansión de las inversiones. En otras palabras, consiste en la opción del patrón de crecimiento económico, que es antes que nada una decisión política.¹⁰ Aunque ésta opción también pueda ser influenciada por determinantes externos, la decisión es antes que nada asunto de cada país, y, por tanto, una cuestión política.¹¹

El segundo condicionamiento interno —que no está disociado del primero, se refiere al problema de la distribución del ingreso. El nivel de ahorro agregado está asociado al nivel de renta, a la distribución del ingreso corriente y a la propensión a ahorrar de los diferentes grupos sociales. En términos generales, dado un nivel de renta mediana, en la medida en que existe una mejor distribución del ingreso y el patrón de consumo entre los distintos grupos sociales sea menos diferenciado, se amplía el potencial de ahorro de esta sociedad como un todo, y por tanto, su base para apoyar las necesidades de financiamiento de largo plazo. Así, la discusión sobre el volumen interno de ahorro disponible no puede estar disociado del patrón de gasto y de la distribución del ingreso vigentes en la sociedad de que se está tratando.

Otro problema se dice es la capacidad de *canalizar este ahorro disponible para apoyar el financiamiento de largo plazo*. Las vías son en general cuatro y se combinan de distintas maneras: *a)* aplicaciones individuales o a través de fondos de ahorro privado en mercados de capitales; *b)* intermediación de recursos vía sistema de crédito privado; *c)* reinversiones de ganancias de las empresas, y *d)* fondos de ahorro compulsorios administrados por el Estado y canalizados para el cré-

¹⁰ "La decisión de incrementar el crecimiento del consumo a costa de la acumulación, así como la decisión relativa al tipo de proyectos de capital que son socialmente (de manera opuesta a comercialmente) deseables, podrían ser resueltas en un plano teórico solamente si fuera asumido que todas las comparaciones de bienestar interpersonales e intergeneracionales podrían ser hechas con total seguridad y con conocimiento completo de la distribución del ingreso más deseable en cada punto del tiempo. Ya que tal información nunca va a estar disponible en el mundo real, los economistas deben dejar que políticos responsables tomen estas decisiones de asignación significativas (...) su (de los economistas) contribución más útil a los elaboradores de la política será delinear, lo mejor que puedan, las ramificaciones asociadas con los senderos alternativos de desarrollo implícito en cada decisión de asignación." Davidson (1978, p. 357) (el segundo paréntesis es nuestro).

¹¹ Esta observación referidas a las decisiones políticas internas es particularmente importante para países grandes que disponen de un margen de maniobra relativamente mayor que los países pequeños en la formulación de una estrategia de desarrollo.

dito de largo plazo. La reaplicación de los recursos generados en las propias empresas tiende a ser la más importante fuente de financiamiento de largo plazo,¹² que en las economías desarrolladas es complementada por un intenso desarrollo de los mercados de capitales, pues éstos canalizan una parte significativa de las demandas de inversiones de cartera de los ahorradores individuales, de los fondos privados de pensiones y de las compañías de seguro. Los fondos de ahorro compulsorio tienden a ser más comunes en países que necesitan hacer un esfuerzo redoblado de inversiones de base, para los cuales el flujo de recursos fiscales tiende a ser insuficiente.

En resumen, aunque las decisiones de inversión y de ahorro sean totalmente independientes al nivel de los agentes individuales, es necesario que exista una compatibilidad mínima entre el volumen global de inversiones que amplían la capacidad productiva y sus necesidades de financiamiento de largo plazo y el volumen global de ahorro y su forma de aplicación con base en el proceso de *fundíng*.

En términos macroeconómicos esta compatibilidad puede ser reforzada tanto por la calidad del gasto como por la forma adecuada de canalización del ahorro existente. En relación con la calidad, los gastos deben tener como objetivo fundamental contribuir para el aumento de la productividad de éstas economías, reforzando de esta manera, el proceso de generación de ingreso, sea para mayor consumo o ahorro, conforme al patrón de crecimiento por el cual se optó. De esta manera, la naturaleza del gasto público tampoco es indiferente. Como señala Minsky (1986a: p. 30), la inversión crea valor e implica ganancias. El gasto público se puede referir a una simple transferencia de ingreso. Aunque ella puede tener efectos positivos sobre el empleo al contribuir al sostenimiento de la demanda, conforme el tipo de gasto el efecto líquido sobre la generación de ingreso puede ser menor que aquello derivado directamente de las inversiones. Si los gastos públicos sirven para incrementar las ganancias de las empresas y/o se refieren a los pagos de interés a rentistas, cuando estos tienden a una propensión al ahorro relativamente más elevado, el impacto sobre la generación del ingreso puede ser menor que aquel derivado directamente de las inver-

¹² "Ya que las corporaciones son las mayores inversionistas en la economía moderna, y considerando que las corporaciones en crecimiento normalmente retienen una porción significativa de las ganancias brutas para propósitos de financiamiento interno, la propensión al ahorro de las ganancias (*S_c*) puede jugar un papel crucial en la acumulación de capital y en el crecimiento." Davidson (1978, p. 190).

siones públicas. Las transferencias del sector público al privado sólo tendrán impacto equivalente a la inversión pública directa si el mayor ingreso disponible del sector privado fuera, a su vez, totalmente transformada en gastos. Minsky trata la cuestión de la calidad del gasto público en el análisis de la inestabilidad financiera y afirma:

Dado el probado poder del déficit del gobierno central (*Big government*) el tema de la política para contrarrestarlo de la acción gubernamental. Una vez que el gobierno es grande, necesita preocuparse no solamente de la totalidad, sino también para quien producir y qué tipo de producto producir.¹³

Respecto a las formas de canalización del ahorro, éstas necesitan adecuarse a las necesidades de financiamiento de las inversiones. En algunos casos los mecanismos de compatibilización vía mercado funcionan adecuadamente. Para otros tipos de inversión, son necesarios mecanismos de ahorro compulsorio. No obstante, estos solamente se sostienen políticamente, si efectivamente sirven para apoyar el *funding* de proyectos de inversión que contribuyan a aumentar la capacidad productiva con incrementos de la productividad.

1.4. *Funding en un contexto inflacionario*

Un primer problema se refiere a las decisiones de inversión. Dificultades en el proceso decisorio, derivadas del cuadro inflacionario, pueden implicar alteraciones de la inversión y del ingreso y, consecuentemente, dprimir la principal base del *funding* de las empresas, que es su volumen de ganancias destinados al autofinanciamiento de las inversiones.

El segundo problema se refiere a la forma que asume el ahorro. En la existencia de presiones inflacionarias, la tendencia de los detentores de la riqueza es reducir los plazos de sus aplicaciones financieras y exigir una remuneración más elevada para cubrir riesgos referentes a la evolución de los precios. Es decir, las condiciones de *funding* tienden a deteriorarse en términos de plazos y costos.

¿Cómo el sistema ha enfrentado esta situación? Por un lado, se observa un intenso desarrollo de los mercados secundarios para garantizar liquidez a los títulos de plazo más largo. A través de operaciones

¹³ Minsky (1986, p. 22).

en éstos mercados se ajustan los precios a las expectativas cambiantes en relación con la rentabilidad de estas aplicaciones. Con el mismo fin crecen y proliferan los instrumentos de seguro contra los riesgos de variaciones en la tasa de interés y en las de cambio. La demanda por este tipo de mecanismo es tal que estos son cambiados en mercados específicos y organizados.

El desarrollo de estos mercados constituyen una adaptación del sistema al contexto de inestabilidad. Es necesario subrayar que estos mercados secundarios permiten el seguro contra el riesgo individual mientras existan expectativas distintas cuanto a la evolución futura, pues son ellas las que permiten que se realicen los mecanismos de seguro. No obstante, ello no elimina el riesgo sistémico, que se manifiesta cuando las expectativas caminan en una sola dirección, paralizando los mercados o causando oscilaciones tan intensas que hacen las intervenciones para controlarlas, muy costosas.

En el sistema bancario, el contexto de inestabilidad fue enfrentado con la introducción de las tasas de interés flotantes. Como el plazo de las captaciones de recursos disminuyó, los préstamos de plazos más largos tienden a realizarse con tasas de interés flotantes, es decir, repacadas periódicamente. De esta manera, las instituciones financieras, mientras no ocurran una crisis de confianza, logran estabilizar la captación de un pasivo de corto plazo con aplicaciones de largo plazo.

En este contexto, el financiamiento de largo plazo significa disponibilidad de recursos financieros por un plazo determinado, pero ya no se trata de un costo fijo. De esta manera, un proyecto de inversión financiado con créditos de plazo más amplio, pero cuyo costo financiero es periódicamente revisado a lo largo de su ejecución, puede volverse económicamente inviable por una evolución desfavorable de la tasa de interés.

Por tanto, en contextos inflacionarios, *funding*, puede significar disponibilidad de crédito por cierto plazo pero a un costo incierto, lo que introduce un aspecto de vulnerabilidad para los inversionistas que de él necesitan. De esta manera, Minsky (1986, p. 208) señala que el único financiamiento no vulnerable a las evoluciones del mercado financiero sería aquel proveniente del flujo interno de recursos (*hedge finance*).¹⁴ Cualquier agente económico que prestaría a tasas flotantes,

¹⁴ Minsky define tres tipos de situaciones de financiamiento en que los inversionistas pueden estar involucrados. "Hedge Finance es una unidad que tiene la expectativa de que sus recibos de caja excedan los pagos de caja en cada periodo de tiempo. Empero, los pagos de caja

aunque cuando contratase el préstamo pudiera estar en una situación de *hedge finance*, estaría potencialmente en *speculative finance*.

Así, se puede concluir que cuando una parte significativa del *funding* se hace a través de créditos a interés flotantes se está en una situación potencial de inestabilidad financiera.

1.5. Finance y funding en una economía abierta y con sector público

La discusión sobre los conceptos tratados anteriormente en un contexto de economía abierta, al mismo tiempo en que introduce dificultades adicionales, vuelve el análisis más realista.

Antes que nada, no es necesario insistir en que el contexto externo condicionó fuertemente el patrón de reproducción y de consumo de la economía brasileña a lo largo de toda su historia y que, por tanto, la discusión en torno de la opción por un patrón de acumulación es una cuestión más bien compleja de lo que parece a la primera vista cuando está formulada teóricamente.

Desde el punto de vista macroeconómico, la expansión de las inversiones y su financiamiento levantan tres cuestiones básicas. En primer lugar, cuando se trata de una economía abierta, la realización de un gasto autónomo puede tener efectos positivos o negativos en términos de generación del ingreso. Los gastos con inversiones pueden elevar el coeficiente de importaciones y con ello una parte del ingreso y del efecto multiplicador es externalizada. Un incremento de las exportaciones, sea por una mayor capacidad productiva generada por la expansión de la propia inversión, o sea por una mayor demanda autónoma, eleva el ingreso disponible.

En segundo lugar, con la apertura de las transacciones comerciales con el exterior en una economía cuya moneda no es de circulación internacional, los efectos de la variación del ingreso generados por gastos autónomos, además de la disponibilidad de financiamiento, también tienen que ser compatibles con las disponibilidad de divisas.

En tercer lugar, dadas la creciente movilidad de los flujos de capitales y la mayor apertura de los mercados financieros, la movilización

pueden ser más amplios que los recibos de ingreso separados, de manera que el único modo de hacerlos coincidir es el aplazamiento o aún el incremento de la deuda. Las unidades que aplazan la deuda están comprometidas en el financiamiento especulativo y aquellas que incrementan la deuda para pagar deuda están comprometidas en el financiamiento Ponzi" Minsky (1986, pp. 70, 202).

de capitales externos pasó a jugar un papel más importante para las economías en desarrollo y aun entre las economías industrializadas.¹⁵ De esta manera, el potencial de acumulación puede ampliarse por una mayor oferta de financiamientos internacionales, sea de créditos bancarios de corto plazo, sea de financiamiento de largo plazo o aun de capital de riesgo.

No obstante, esta mayor movilidad de los capitales y la creciente integración de los mercados financieros tiene otras dos consecuencias. En primer lugar, de la misma manera que se internalizan con más facilidad recursos del exterior y ello amplía el potencial de acumulación, se abren oportunidades para inversiones de cartera en el exterior y, de esta manera, la posibilidad de canalización del ahorro para fuera de las fronteras del país. Es decir, el proceso de arbitraje, aunque condicionado por el riesgo cambiario, puede extenderse al espacio internacional, limitando así la capacidad de intervención de los agentes del sistema financiero y de las autoridades monetarias de un país cuando éstas no tienen poder para intervenir de manera efectiva en el mercado internacional.

Segundo, con la mayor movilidad de los capitales y la utilización generalizada de las tasas de interés flotantes, los países de menor importancia en el escenario internacional —por su inserción comercial y financiera mundial—, pasaron a sufrir los impactos directos de la gestión de las políticas monetarias practicadas en los principales países centrales que difícilmente logran neutralizar internamente a través de sus propias políticas monetarias y financieras.

En resumen, el desarrollo de los mercados financieros internacionales extremadamente dinámicos abrió la posibilidad de que países que pueden tener acceso a ellos amplíen su capacidad de acumulación, aunque ello deje sus economías más vulnerables a los impactos de los cambios en las políticas monetarias y financieras de los países centrales, que difícilmente pueden ser compensadas por medidas internas.¹⁶

Otro aspecto central en ésta discusión se refiere al papel del sector público en el proceso de acumulación, y a la forma en que sus necesi-

¹⁵ Esta movilidad de capitales viene inclusive permitiendo que algunas economías desarrolladas importadoras de capitales sustituyan *funding* interno por internacional en los años ochenta. Turner (1991, p. 21).

¹⁶ Esta extrema vulnerabilidad frente a los movimientos financieros internacionales están revalorizando el debate sobre la necesidad de reconstrucción de un patrón monetario estable, interno e internacional.

dades de financiamiento pueden ser satisfechas. No es necesario insistir sobre el papel central que el Estado cumple en el fomento de las inversiones privadas —principalmente en proyectos de larga maduración y riesgo más elevado— y en su responsabilidad en garantizar el desarrollo de una infraestructura adecuada. Aunque esta función asuma formas muy variadas en los distintos países, ella está presente y es estratégica en el proceso de desarrollo de las economías, aunque el discurso liberal intente negarlo.

La cobertura de los gastos del Estado puede darse a través de varias fuentes. En primer lugar, se encuentran las recetas tributarias y las provenientes de los precios y las tarifas públicas. Una segunda fuente deriva del poder del Estado en ser el responsable por la emisión de la moneda. El incremento de la base monetaria corresponde al financiamiento a costo cero que el Banco Central extiende al ejecutivo, y le confiere poder de gasto. Sobre ésta base monetaria, en economías con altas tasas de inflación, se crea una tercer fuente de ingresos que es el impuesto inflacionario.¹⁷

Además de éstos, el Estado ha recurrido crecientemente a otros medios para ampliar su capacidad de movilización de recursos financieros. Los agentes públicos, de la misma forma que los inversionistas privados, pueden recurrir al sistema bancario para obtener créditos de corto plazo en la medida en que exista medios de generar ingresos que permitan amortizar sus compromisos financieros. El acceso al mercado financiero internacional para la captación de préstamos, directamente de entidades públicas, o por medio de agentes privados con el aval del Estado, amplía estas opciones de *finance*.

A su vez, el *fundings* del sector público, es decir, la movilización de recursos financieros para proyectos de inversión de grande porte y/o de maduración relativamente larga, en principio tendría que basarse en otras fuentes. En este sentido, un primer mecanismo son los fondos compulsorios de ahorro administrados por el Estado y que sirven para apoyar financiamiento de plazo más largo.

Una segunda fuente de movilización de recursos financieros es la colocación de títulos del tesoro, es decir, la generación de la deuda mobiliaria. La viabilidad de canalizar recursos de esta manera, depende

¹⁷ Para ello es necesario suponer que no exista indexación plena y perfecta y que el nivel de la inflación no sea tal que la pérdida del valor real de la renta supere los ingresos con el impuesto inflacionario.

de la existencia de una demanda por éste tipo de activos por parte de los inversionistas de cartera, en el mercado nacional o internacional. En algunos países también se busca crear un mercado cautivo para los títulos públicos, exigiendo que diferentes fondos de inversiones apliquen parte de sus recursos en éstos activos.

Para economías en desarrollo, una tercera y última fuente importante de recursos financieros utilizada por el Estado ha sido la canalización de préstamos de largo plazo de organismos financieros multinacionales y fuentes oficiales de países desarrollados.

En resumen, los gastos y la movilización de recursos financieros por el sector público han sido un determinante fundamental en los procesos de acumulación de las economías capitalistas, y principalmente en aquellas que presentaron desarrollos tardíos.

En función de ésta tendencia, el endeudamiento del sector público se volvió un aspecto común del manejo de la política económica, y la cuestión crucial es la identificación de los condicionantes y del límite de este proceso. Como muy bien recuerda Alesina, este límite es propio de cada sociedad, pero también es condicionado significativamente por las causas del crecimiento de la deuda pública, es decir, si hay razones que son social y políticamente aceptadas para que el Estado contraiga un gran débito.¹⁸

Conforme Spaventa (1988, p. 15), “surge un problema con la deuda pública cuando los agentes empiezan a perder la confianza en la habilidad del Estado en cumplir con el servicio de la deuda”.

En su opinión, este problema no tiene por que surgir si existen expectativas de que se vuelva a una situación de relativa normalidad de una tasa de crecimiento económico superior al nivel de las tasas de interés; y si los agentes entendieron que el Estado está enfrentando solamente una restricción presupuestaria momentánea y tendrá la capacidad de aplicar una política fiscal para superarla.

En cambio, si por parte de los agentes empiezan a surgir desconfianzas en torno de la gestión de la deuda pública, el problema pasa a tener varios desdoblamientos que sólo tienden a reforzar las dificultades de administrarlo. Un primer movimiento tiende a ser un aumento del premio de riesgo y una disminución de los plazos exigidos por los inversionistas de cartera en las nuevas colocaciones de títulos. Una segunda

¹⁸ Alesina (1988).

consecuencia puede ser la fuga de capitales. Ésta tiende a ser más intensa en aquellas economías en que el costo y el riesgo de moverse entre aplicaciones financieras en el mercado interno y externo es menor y cuanto más amplias fuesen las oportunidades de inversiones en el mercado internacional.

Así, la pérdida de confianza en la capacidad de gobierno de cumplir sus compromisos deteriora muy rápidamente sus condiciones de financiamiento vía mecanismos de mercado, lo que sólo refuerza la desconfianza, creándose una realimentación en forma de círculo vicioso. Ante situaciones de ésta naturaleza, en que el Estado, en el corto plazo no consigue revertir los determinantes-claves de la desconfianza, se recorre al financiamiento monetario del déficit que, si puede elevar el impuesto inflacionario, tiende a ser un señal más explícito del dilema.

Frente a un acumulo de deuda pública que ya no consigue ser financiada, por la recusa de los agentes en mantener su ahorro en activos financieros emitidos por el Estado, las opciones para enfrentar el problema son, teóricamente, las siguientes: *a*) control del déficit primario, reduciendo gastos e incrementando ingresos; *b*) creación de un impuesto extraordinario sobre el patrimonio; *c*) inflación; *d*) moratoria o "calote".¹⁹ Estas alternativas de acción no son excluyentes y tienden a presentarse de manera combinada, aunque pueda haber distintas énfasis.

En este sentido es muy enriquecedor el debate que se encuentra en Alesina (1988). En primer lugar, él señala que cada una de las alternativas necesita ser analizada en términos de costos y beneficios para los distintos grupos sociales en cada realidad política. En segundo lugar, las dos primeras alternativas suponen la existencia de condiciones políticas para que se imponga un cierto tipo de cortes en los gastos e incrementos del lado del ingreso público. De esta manera, él advierte que puede haber "una política fiscal que puede ser de altísimo costo para el conjunto de la sociedad, pero que es adoptada porque ello beneficia al grupo social que detiene el control político".²⁰

Pero Alesina recuerda también que puede haber una situación de dilema, que él denomina de situación política inestable.

Esta situación ocurre cuando cada grupo tiene el poder suficiente para "blo-

¹⁹ "Calote" es una expresión popular que significa el desconocimiento completo y definitivo de la deuda.

²⁰ Alesina (1988, pp. 38-39).

quear" la tributación sobre sí, pero no tiene influencia política suficiente para imponerla a los demás.²¹

En este caso tienden a ganar fuerza el financiamiento monetario y el proceso inflacionario, a través del cual el pasivo existente debe ser corroído. La eficacia de ésta tercera alternativa depende de la estructura de la deuda pública, si ella está o no indexada. Caso sea indexada, la disminución del valor de la deuda exigirá que la economía pase por un proceso de aceleración inflacionaria que, a partir de un determinado punto, traiga efectos negativos desde el punto de vista del impuesto inflacionario y de los ingresos fiscales.

Por último, existe la alternativa de la moratoria o "calote)" que pueden implicar en la pérdida de la reputación del gobierno, dado que significan una ruptura del contrato, lo que tiende a agravar el problema de la confianza. Además, la moratoria o el "calote" también pueden generar una situación crítica en el ámbito de los agentes que tengan una parte significativa de sus activos en títulos públicos. Si estos agentes son instituciones financieras, se puede crear una situación de inestabilidad financiera.

En esta situación de dilema y posibles alternativas es interesante el comentario de Marcello de Cecco al texto de Alesina sobre las posibles salidas.

Cuando la deuda pública esta acompañada por un sector privado endeudado la única política realista será la cancelación a través de la monetización y de la inflación. Cuando la deuda pública coincide con la acumulación de activos privados es probable que se forme una coalición que incluya arrendadores y banqueros, a los cuales no se opondrá la industria y exigirán una política de superávit presupuestarios, altas tasas reales de interés, deflación severa y desempleo. Para estos dos casos extremos toda una colección de casos intermedios puede ser adicionada, con soluciones más débiles o aun estancamiento abierto.²²

En la medida en que una parte importante de la deuda acumulada del sector público se está financiando con créditos del mercado financiero internacional, el tratamiento de la cuestión de la deuda externa tiene que ser incorporado a las opciones de política económica anteriormente discutidas. Cualquier alternativa de solución de esta parte de

²¹ Alesina (1988, p. 35).

²² Alesina (1988, p. 89).

la deuda pública también esta condicionada por el poder político que los distintos grupos afectados consiguen ejercer. En este sentido, sería totalmente insuficiente vislumbrar cualquier alternativa que ignore los intereses de los acreedores externos, su fuerza política y sus medios de presión. Además, grupos internos también son afectados por diferentes tipos de negociaciones de la deuda externa y, en la medida en que éstas se dan conjuntamente con la implementación de políticas económicas internas, las articulaciones de los grupos de interés pueden alterarse a lo largo del tiempo.

En el ámbito externo, las discusiones del límite del endeudamiento del sector público y de las alternativas para enfrentar el dilema asume prácticamente el mismo contenido. Una vez que se crea la confianza en la capacidad de servir los compromisos de la deuda, la primera reacción de los acreedores externos tiende a ser la de aumentar el premio de riesgo y acortar los plazos de financiamiento internacional, lo que sólo tiende a agravar el problema. Una vez creado el dilema, es decir, cuando se corta la oferta voluntaria de recursos externos, las alternativas son: *a*) generar superávit fiscal y en la balanza comercial; *b*) declarar moratoria; *c*) dejar la deuda externa a que se desvalorice.

En el caso de la primera alternativa, además del ajuste fiscal es necesario la existencia de un superávit en la balanza comercial que permita cumplir el servicio de la deuda externa en moneda extranjera. En relación con la segunda alternativa, también cabe la evaluación de los costos de romper un contrato.

Aunque analíticamente se esté tratando de manera separada la parte interna de la externa del proceso de endeudamiento del sector público y sus límites, es importante tener presente que en la práctica éstas dinámicas se relacionan intensamente. Más específicamente, la desconfianza en relación con la capacidad de pago del servicio de la deuda tiende a reforzarse tanto por los agentes internos como por los externos. De la misma manera, cuando mejoran las condiciones de refinanciamiento de la deuda en el ámbito interno (externo), aumenta el margen de maniobra de las autoridades económicas para negociar junto a los acreedores externos (internos), suponiendo otros factores constantes.

En resumen, desplazando la discusión del financiamiento de largo plazo y de sus límites para la dinámica de una economía abierta y con la participación del sector público, nos aproximamos metodológicamente de los aspectos relevantes para el análisis de la crisis brasileña.

1.6. *El papel del sistema financiero*

Si entendemos las decisiones de inversión como totalmente independientes de las decisiones de los agentes en asignar su ahorro, el sistema financiero pasa a cumplir un papel central para que las inversiones, una vez que exista la decisión, se pueda concretar. En la medida en que los inversionistas necesitan los recursos de terceros, es la postura de los agentes financieros y de las autoridades económicas (a través de la política monetaria y crediticia), frente a la demanda de crédito que sancionará o no la decisión de inversión.²³

El sistema financiero cumple básicamente dos funciones. En primer lugar garantizando liquidez, ya que los bancos actúan como cámara de compensación. En segundo lugar como creador de crédito. La interdependencia de estas dos funciones está implícita en el análisis de Minsky cuando él destaca el papel estratégico de los bancos comerciales en el sistema financiero.

(...) Hay un grupo de bancos —los bancos comerciales— que permanecen siendo de especial importancia por su tamaño agregado y porque sus obligaciones constituyen una gran parte de la oferta monetaria. En una sociedad capitalista el dinero esta amarrado al proceso de creación y control de obligaciones de capital.²⁴

Por otro lado, Dymsky (1988, p. 516) recuerda que

estas funciones no sólo son interdependientes: ellas puedan ser conflictivas. Cuanto más los bancos generan créditos para satisfacer la demanda por financiamientos, menos fondos están disponibles para ser redistribuidos para poder satisfacer la demanda por liquidez de los depositantes.

Dymsky, al rediscutir el dilema entre estas dos funciones, llama la atención para un problema serio presente en algunas economías en desarrollo: cuando la demanda por liquidez sea elevada, se limita la capacidad del sistema financiero de cumplir su función de creador de crédito.

²³ “La actividad bancaria (...) es un factor esencial para que la inversión y el crecimiento económico sean financiados” Minsky (1986, p. 229). “La estructura financiera lleva a la asignación de los flujos de dinero (...) Los flujos de dinero de ingreso validan o no compromisos hechos en el pasado” Minsky (1986a, p. 7).

²⁴ Minsky (1986, p. 223).

Esta última función, puede ser subdividida en otras tres: En primer lugar, las instituciones financieras pueden actuar como simples intermediadoras de recursos entre agentes superavitarios y unidades deficitarias. En segundo lugar, ellas ofrecen créditos de corto plazo para financiar gastos autónomos, sea de inversiones (*finance*) o de consumo (crédito al consumidor). Por último, como recuerda Davidson (1978, p. 291), “los bancos también ofrecen crédito de corto plazo para las instituciones financieras que actúan como compradores y vendedores residuales en los mercados organizados de títulos”.

En la opinión de este autor, en realidad ésta es una actuación marginal que garantiza el funcionamiento continuo de los mercados *spot* y de esta manera implica la elevada elasticidad sustitución entre dinero y títulos financieros y la baja elasticidad entre éstos y los activos reales.²⁵

De estas funciones se deduce que el sistema financiero cumple un papel crucial tanto en el abastecimiento de créditos de corto plazo como en el funcionamiento continuo de los mercados *spot* de títulos financieros. No obstante, es importante reafirmar que la actuación de los agentes financieros en los mercados *spot* es de naturaleza marginal, siendo que el grueso de la carga de los activos financieros debe ser de ahorradores. Es decir, la capacidad de *fundring* necesita estar presente y el papel de los bancos es estar dispuestos a cubrir posibles necesidades de circulación financiera en los mercados de capitales.

A partir de este enfoque, no es el sistema financiero el responsable por la adecuada asignación de los recursos de una economía. Ésta asignación es *a priori*, determinada por las decisiones de inversiones, a partir de las cuales se establece la demanda por recursos en el mercado financiero, sea de *finance* o de *fundring*. La responsabilidad del sistema financiero consiste en su capacidad de satisfacer adecuadamente las demandas de financiamiento. Es decir, ofrecer créditos de corto plazo y crear las condiciones para que los detentores de la riqueza estén dispuestos a diferenciar su poder de compra en el tiempo y poner sus recursos a la disposición de las unidades económicas transitoriamente deficitarias en sus flujos de caja.

En relación con el proceso de *fundring*, se ha desarrollado básicamente

²⁵ “(...) es la existencia de esta compra y venta residual por parte de las instituciones financieras que promueve la continuidad en el mercado *spot* y que por lo tanto crea un grado de liquidez para valores que excede en mucho cualquier liquidez que pueda estar asociado vía mercado *spot* para bienes de capital o empresas”.

dos tipos de modelos de sistemas bancarios en los países desarrollados. Por un lado, están los sistemas en donde prevalecen mercados *spot* extremadamente desarrollados de títulos de la deuda y acciones que garantizan una elevada liquidez a éste tipo de activo financiero. En este caso las demandas de recursos por plazos más largos son satisfechos esencialmente en estos mercados y los bancos también se guían por los señales de estos mercados para extender sus créditos. Los ejemplos clásicos de este tipo de sistema se encuentran en Inglaterra y en Estados Unidos. Por otro lado, en los países que presentan mercados de títulos menos desarrollados, el *fundings* tiende a ser canalizado directamente a través de las instituciones bancarias, que en su política de crédito se guían por un acompañamiento más próximo de la operación de las empresas. Ésta es la forma que todavía prevalece en los países continentales de Europa y en Japón.

Aunque los agentes financieros no sean los responsables por la asignación de los recursos, pues ésta, como señalamos, es determinada por las decisiones de inversiones, ellos pueden frustrar las decisiones al no colaborar en la cobertura de sus necesidades de financiamiento. Es en esta capacidad unilateral de negar la oferta de crédito que consiste el poder y profundo impacto que los bancos pueden ejercer sobre el proceso de acumulación.

Cuando se presenta una deficiencia en la oferta de recursos por el sistema financiero, se puede identificar básicamente tres causas que, aunque tratadas individualmente, tienden a ser interdependientes. En primer lugar, los agentes bancarios, por decisión propia, pueden limitar la expansión del crédito de corto plazo. Una segunda contención puede surgir a partir de la implantación de una política monetaria restrictiva —directamente, colocando límites a la expansión del crédito, o indirectamente— por la revaluación del riesgo hecha por los bancos, a partir de la subida de la tasa de interés de corto plazo, de sus efectos macroeconómicos y del impacto sobre los demandantes de crédito. Una tercera fuente de restricción del financiamiento, básicamente de recursos de largo plazo, puede darse por la vía de un nivel del ahorro por debajo del nivel de las necesidades de recursos para la acumulación, o por problemas macroeconómicos que impiden que el ahorro pueda ser canalizado para el financiamiento de largo plazo.

Eso nos revela que es posible identificar problemas en el ámbito de la dinámica bancaria, como también causas macroeconómicas y relativas al patrón de crecimiento que pueden frustrar la oferta de recur-

sos, y con ello interrumpir el proceso de expansión. Cabe identificar, en los distintos momentos de la crisis de financiamiento, el tipo de problema que praveleció.

1.7. La cuestión de la indexación ²⁶

Dada la perspectiva del crónico problema de la inflación en Brasil, toda la discusión del financiamiento no puede prescindir de la cuestión de la indexación. La introducción plena de la indexación en contratos financieros, que se generalizó a partir del final de la década de los setenta, cuando la inflación superó la casa de un dígito, trajo nuevas dificultades en el análisis del *finance* y del *fundíng*.

La indexación tiene como objetivo garantizar la cobertura de la pérdida de valor ante el proceso inflacionario. El concepto que mejor expresa esta situación es el de la "moneda indexada", introducido en el periodo del ministro Funaro.²⁷ Dado que la moneda ya no cumplía más con su función de reserva de valor, se introdujo una moneda escritural, la LBC,²⁸ cuyo valor nominal tendría garantizado ajustes equivalentes a la variación del índice oficial de precios.

La concentración de las aplicaciones financieras voluntarias, por parte de los detentores de la riqueza, en títulos públicos de corto plazo con plena indexación (moneda indexada) indica una preferencia absoluta por liquidez. En otras palabras, existe ahorro voluntario, que es canalizado para el mercado financiero y está disponible para cubrir las necesidades de los que demandan recursos (en el caso, especialmente el sector público), pero que la preferencia es por aplicaciones de corto plazo. En este sentido, el problema de *fundíng* se transforma en una cuestión de plazo, ya que sólo puede ser garantizado a través del mecanismo de *roll-over*.

Ante las características que la canalización del ahorro voluntario asumió en Brasil en los años ochenta y de las gestiones de política económica implementadas para enfrentar la restricción financiera del sector público, la cuestión del límite del financiamiento del Estado

²⁶ Este punto contó con la profunda colaboración de Luiz Carlos Mendonca de Barros, aunque todos los equívocos son de mi exclusiva responsabilidad.

²⁷ Dilson Funaro, empresario y ministro de Economía por un corto periodo durante el gobierno de Sarney; responsable por el Plan Cruzado. (Nota del traductor).

²⁸ Letra del Banco Central.

se presenta a través de dos problemas que, analíticamente pueden ser separados. El primero se refiere a la desconfianza de los detentores de la riqueza en cuanto a la capacidad del Estado en cumplir sus obligaciones financieras, y está asociado al contexto más general de la política macroeconómica. El segundo problema, a saber, el límite del financiamiento del sector público, dice respecto a la regla de la indexación. A lo largo de estos años, en varios momentos el gobierno burló y alteró las reglas de la indexación, con lo que dañó un elemento básico que fundamenta los contratos en el mercado financiero. Como éstos son el instrumento operacional elemental de la dinámica de éste mercado, la desindexación creó una desconfianza en relación con la respetabilidad del propio contrato. Así, mientras se continúe en un contexto de inflación crónica y los agentes económicos desconfiarán que las reglas de la indexación implícitas en los contratos pueden ser alteradas, persiste un fuerte elemento desagregador en el proceso de financiamiento. Esto es todavía más grave en la situación de concentración del financiamiento en el corto plazo y de polarización de las posiciones acreedora (sector privado) y deudora (sector público).

En resumen, el límite del financiamiento del pasivo acumulado del Estado en el caso de Brasil, en la gestión de esta crisis, con los diferentes intentos de desindexación, presenta una dificultad adicional, que es la creciente desconfianza con cuanto a los indexadores del gobierno y, por extensión, a los propios contratos establecidos con él o por él regulados. Esto constituye un problema a ser considerado al pensarse la cuestión del financiamiento en un contexto de retorno del crecimiento en el país.

2. UNA PROPUESTA METODOLÓGICA-ANALÍTICA PARA COMPRENDER LA DINÁMICA DE LA CRISIS DE FINANCIAMIENTO DEL ESTADO BRASILEÑO EN LOS AÑOS OCHENTA

Para entender como se fue generando esta crisis nuestro análisis necesita incorporar básicamente tres tipos de cuestiones: *a*) las características de la estructura económica del país en el inicio de la crisis, principalmente desde el punto de vista de su inserción internacional; *b*) la dimensión y el impacto del choque externo; y, por último *c*) la gestión de la política económica implementada a partir de este choque.

En relación con la naturaleza de la inserción internacional de la eco-

nomía brasileña que fue diseñada en los años ochenta, cabe subrayar tres aspectos. En primer lugar, el financiamiento externo asumió un peso relativamente grande frente al grado de apertura comercial que continuaba extremadamente pequeño, a pesar de la expansión dinámica de las exportaciones en este periodo. Este proceso no puede ser disociado de la amplia disponibilidad de recursos en los mercados financieros internacionales y de la posibilidad de acceso que existía para países de desarrollo mediano ante la retracción de la demanda por crédito en los países industrializados. En segundo lugar, las condiciones en las cuales fueron contratados, principalmente a las tasas de interés flotantes, explican la velocidad con que se deterioró la capacidad de cumplir el servicio de la deuda externa. Por fin, la concentración con que se deterioró la capacidad de cumplir el servicio de la deuda externa. Por fin, la concentración de la captación de recursos externos en el Estado implicó una rápida escalada de la deuda pública, creando serias dificultades, de orden financiero y fiscal, para que el Estado se ajustara.

El segundo tipo de cuestiones se refiere a la dimensión y al impacto del choque externo que al llevar un intenso proceso de devaluación cambiaria para administrar las cuentas externas implicó en un empobrecimiento relativo del país y, consecuentemente, un esfuerzo todavía mayor para cumplir con las obligaciones externas. El rápido deterioro de la capacidad de pagos solamente puede ser entendida a partir de la evolución totalmente inversa de los intereses internacionales en relación con los precios y a la demanda por las exportaciones del país. Además, las instituciones bancarias efectivamente ejercerán su poder de cortar unilateralmente la oferta de crédito. Esta ruptura es el primer síntoma de la crisis y se extiende a lo largo de toda la década, reflejada en la postura de los acreedores privados en los procesos de renegociación de las deudas externas.

El tercer y último (no por ello menos importante) condicionante del proceso de endeudamiento acumulativo del sector público está relacionado con la política económica que fue implementada a lo largo de la década, tanto para manejar con el nuevo contexto internacional como para enfrentar los problemas internos, relacionados a/o independientes de la crisis externa. Aunque la discusión de ésta cuestión pudiese involucrar todas las áreas de actuación de la política económica, para nuestro argumento, tres son los más relevantes. En primer, lugar, el ajuste de crecimiento se basó esencialmente en medidas macroeconó-

micas de carácter recesivo que no fueron complementadas con políticas sectoriales que resultasen en un reordenamiento más efectivo frente a los nuevos desafíos internacionales. Este tipo de política hizo con que la mayor parte del costo del ajuste del sector privado fuese transferido para el Estado sin criterio alguno. Por un lado, ello significó un pasivo mayor y, por otro, restringió el Estado en la implementación de políticas compensatorias en las áreas estratégicas que deberían haber sido protegidas de la recesión. Éste es uno de los aspectos que contrasta fuertemente con algunas experiencias del ajuste de los NICs asiáticos. En segundo lugar, el énfasis que se dio en la política cambiaria y monetaria fue determinante para el deterioro del cuadro inflacionario y de la situación financiera del sector público. Por último, la situación financiera del sector público también se agravó por factores de naturaleza estrictamente interna, principalmente del lado del ingreso y del gasto, que no pueden ser depreciados.

Al integrarse estas distintas cuestiones en un marco analítico basado en los conceptos teóricos anteriormente discutidos, se puede entender los determinantes básicos que desencadenan la crisis de financiamiento del Estado. La ruptura que se observó en el sistema financiero internacional a partir de la política monetaria implementada por Estados Unidos desde fines de 1979 fue la piedra angular de los problemas financiero en los cuales el Estado brasileño incurrió a lo largo de la década de los ochenta. El choque externo fue de tal magnitud —por la alta de las tasas de interés, por el deterioro en los términos de intercambio y por el corte total del financiamiento externo—, que creó desajustes entre flujos y *stocks* difícilmente superables sin medidas de naturaleza más profunda y selectiva internamente. No obstante, la política económica que se implantó a lo largo de la primera parte de los años ochenta, además de sometida a las presiones de renegociación restringida de la deuda externa por parte de los acreedores internacionales, también transfirió para el Estado el costo del ajuste del sector privado interno en general. De esta forma la economía brasileña llegó a mediados de los años ochenta con un acumulo significativo de la deuda pública, financiada en buena medida por el sector privado a través de sus aplicaciones de cartera en títulos públicos indexados. La paradoja de la situación es que el Estado acumuló un creciente *stock* de deuda para cumplir con el servicio de la deuda externa y para socializar el costo del ajuste del sector privado, mientras este último, a su vez, pasó a financiar el Estado vía operaciones de mercado abierto.

Este circuito pasó a representar el mecanismo de manutención del valor de la riqueza privada acumulada y que dejó de ser canalizada para inversiones productivas.

Así, se puede decir que hasta la mitad de la década el sector privado estuvo dispuesto a financiar una creciente deuda pública interna, que permitió al gobierno hacer el ajuste y en ningún momento desafiar las reglas establecidas por la comunidad financiera internacional para la renegociación de la deuda externa.

A partir de mediados de la década el acumulo concentrado en el sector público pasó a representar mayores riesgos, ante las dificultades de retorno sostenida del crecimiento y del significativo peso de los encargos financieros del Estado. Eran evidentes las dificultades que el gobierno enfrentaba en la contención de los gastos y su incapacidad de avanzar en el sentido de una reforma fiscal más amplia. Por su vez, los intentos de crear las condiciones de financiamiento internas menos costosas y de plazo más largo y de implementar una renegociación de la deuda externa alternativa, también señalaban al sector privado las crecientes dificultades para la manutención del financiamiento del proceso de endeudamiento. Por último, el retorno a una estrategia de ajuste ortodoxa con desindexación financiera, en el último año de la gestión del presidente José Sarney,²⁹ reveló que se estaba en el límite de la confianza en que el sector público sería capaz de cumplir sus obligaciones.

La crisis entendida de ésta manera revela, entonces, tres ideas básicas. En primer lugar, en la raíz de esta crisis estaría la ruptura del patrón de financiamiento internacional y la manera como éste choque externo fue tratado. Consecuentemente, la salida de la crisis tendría como condición necesaria la recomposición sostenida de los mecanismos de financiamiento y de los flujos de capitales internacionales, a través de los cuales se marginalizaría el problema del pasivo externo acumulado y disminuiría el peso relativo de los encargos financieros externos del sector público. En segundo lugar, esta crisis también reflejaría la dificultad de implementar un nuevo modelo de desarrollo y de hacer ajustes estructurales en función de sus objetivos, lo que se podría denominar de "falta de un proyecto de desarrollo". Esta dificultad no puede ser disociada de la complejidad de la estructura industrial que la economía brasileña asumió en la fase del II PND y de la in-

²⁹ José Sarney gobernó el país en el periodo 1985-1989 (Nota del traductor).

certidumbre en lo que se refiere a una nueva inserción internacional frente a las transformaciones en los países centrales. Ello hizo con que la ruptura del financiamiento externo fuera absorbida internamente en un proceso defensivo de creciente transferencia del costo de distintos sectores privados para el estado, llevándole a su límite de endeudamiento. Por último, frente a la retracción de la economía, la crisis en los años ochenta no sería de falta de ahorro, sino de dificultades de financiamiento del sector público, específicamente de *funding*. En este contexto y en función de la dimensión del pasivo acumulado, los ajustes de flujo y de naturaleza básicamente fiscal se revelan insuficientes para solucionar la crisis.

BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, Alberto. *The end of large public debts*, in: Giavazzi, Grancesco y Spaventa, Luigi. "High public debt: the italian experience". Cambridge University Press, 1988, 160 pp. 34-79.
- Asimakopoulus, A. "Kalecki and Keynes on finance, investment and saving", *Cambridge Journal of Economics*. Londres, vol. 7, núm. 3-4, pp. 221-233, set/diez, 1983.
- . "Finance, liquidity, saving, and investment", *Journal of Post Keynesian Economics*. Armonk-Nueva York, vol. 9, núm. 1, pp. 79-111, Fal 1986.
- Belluzzo, Luiz G. M. y Almeida, Julio S. G. de. "Enriquecimento e producao: Keynes e a dupla natureza do capitalismo", *Novos Estudos*, Sao Paulo, núm. 23, pp. 120-127, mar/1989.
- Blecker, Robert A. *Low saving rates and the twin deficits: confusing the symptoms and causes of economic decline*. Washington: Economic Polcity Institute, 1990, 60 pp. mimeo.
- Casillas, Luis R. "El ahorro en Asia y América Latina: análisis comparativo teórico y empírico", *Integración Latinoamericana*, Buenos Aires, núm. 166, pp. 48-83, abril 1991.
- Chick, Victoria. "Specualtion, the rate of interest, and the rate of profit", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Armond-Nueva York, vol. 10, núm. 1, pp. 124-132, Fall 1987.
- Davidson, Paul. *Money and the real world*, 2a. ed. Londres: MacMillan Press, 1978, 428 pp.
- . "Finance, funding, saving, an dinvestment", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk-Nueva York, vol. 9, núm. 1, pp. 101-110, Fall 1986.

- Davidson, William H. *Ecostructures and international competitiveness*, California: University of Southern California, 1988, 45 pp. mimeo.
- Dymski, Gary A. "A Keynesian theory of bank behavior", in *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk-Nueva York, vol. 10, núm. 4, pp. 499-526, Summer 1988.
- Hughes, Alan y Singh, Ajit. *The world economic slowdown and the Asian and Latin American economies: a comparative analysis of economic structure, policy and performance* Helsinki: United Nations University, Wider, 1988, 67 pp. (Working Papers, 42).
- Kemenes, Egon. "The role of domestic financing in the process of economic development: empirical evidence", in: Gutowski, A., Arnaudo, A. A., y Scharrer, Hans-Eckart (orgs.). *Financing Problems of developing countries*. Londres: International Economic Association/MacMillan Press, 1985, 353, pp. pp. 29-41.
- Minsky, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. Londres: Yale University Press, 1986, 353pp. (A Twentieth Century fund report).
- Minsky, Hyman. *Global consequences of financial deregulation*, St. Louis: Washington University, 1986a. mimeo.
- Newlin, W. T. "The role of the public sector in the mobilisation and allocation of financial resources" In: Gutowski, A., Arnaudo, A. A. y Scharrer, Hans-Eckart (orgs.). *Financing problems of developing countries*. Londres: International Economic Association/MacMillan Press, 1985a 353 pp, pp. 98-114.
- Reis, Eustáquio José, oBnelli, Regis e Rios, Sandra Maria Polonia, "Dívidas e déficits: projeções para o médio prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Río de Janeiro, vol. 18, núm. 2, pp. 239-270, agosto de 1988.
- Reisen, Helmut. "Export orientation, public debt and fiscal rigidities: the different performance in Brazil, Korea and Mexico", in *Journal of International Economic Integration*, Seul, vol. 3, núm. 1, pp. 98-115, Spring de 1988.
- Rybczynski T. M. "The role of international markets in the financing of development", in Gutowski, A., Arnaudo, A. A. e Scharrer, Hans-Eckart (orgs.). *Financing problems of developing countries*. Londres: International Economic Association/MacMillan Press, 1985, 353 pp., pp. 162-181.
- Spaventa, Luigi. "Introduction: is there debt problem in Italy?", In Giavazzi, Francesco y Spaventa, Luigi (orgs.). *High public debt: the Italian experience*, Cambridge: Cambridge University Press, 1988, 260 pp., pp. 1-24.
- Terzi Andrea. "The independence of finance from saving: a flow-of-funds interpretation". In *Journal of Post Keynesian Economics*, Armonk-Nueva York, vol. 9, núm. 2, pp. 188-197, Winter 1986.
- . *Three questions on finance*. Milao: Instituto per Ricerca Sociale, 1989, pp. 3-16 (IRS, 18).

- Tornell, Aaron y Velasco, Andres. "Fuga de capitales y juegos distributivos", *El Trimestre Economico*, México, vol. 57, núm. 4, pp. 911-932, octubre/diciembre 1990.
- Turner, Philip. *Capital flows int the 1980s: a survey of major trends*. Basilea: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Departmenet, 1991, 123, pp. (BIS Economic Papers, 30).
- Zoninsein, Jonas. "O circuito financiamento-investimento-poupanca financeira". In Amadeo, Edward J. (org.). *Ensaio sobre economia política moderna: teoria e historia do pensamento economico*. Sao Paulo, Marco Zero, 1989, 210 pp., pp. 141-154.