

# Brasil: ¿Otro caso de crisis financiera?

.....  
CARLOS MOSLARES GARCÍA\*

CARLO ENRICO BRESSIANI \*\*  
.....

*El artículo (1) trata de mostrar los rasgos y determinantes más significativos de la actual situación financiera que experimenta Brasil. En estos últimos meses, Brasil ha subido en repetidas ocasiones los tipos de interés con el propósito de defender su moneda frente al US\$ y para evitar fugas masivas de capitales. Estos indicadores de crisis financiera son comunes a otros muchos casos (Argentina, Turquía, Tailandia, México, etcétera) en los que se daban en la mayoría de casos lo que se conoce en la literatura económica por crisis gemelas (crisis de balanza de pagos y crisis bancarias). En el caso de Brasil presentamos evidencia para mostrar los desajustes que se dan en la economía brasileña y para indicar que la actual volatilidad de los flujos financieros que experimenta Brasil responden más a incertidumbres políticas ante la inminencia del cambio político derivado de las elecciones presidenciales ganadas por el candidato Lula que a desajustes bancarios o de la balanza de pagos. En los próximos meses y ante la credibilidad que genere el nuevo programa de gobierno, se decidirá hasta qué punto los desajustes económicos pueden generar una nueva crisis financiera.*

*Palabras clave: crisis financiera, balanza de pagos, relaciones económicas internacionales, inversiones extranjeras, tipo de cambio.*

*Clasificación JEL: F30, O54.*



COLABORACIONES

## 1. Introducción

En las últimas semanas de septiembre de 2002 las elecciones presidenciales de Brasil han sido el foco de atención del escenario político y económico mundial. La globalización de los mercados financieros internacionales y la ya más que constatada interdependencia entre las principales economías mundiales, lleva a que la incertidumbre política brasileña exacerbe la inestabilidad de los mercados financieros tanto brasileños como mundiales.

\* Jefe Departamento de Economía y Finanzas. Facultat d'Economia IQS. Universitat Ramon Llull (Barcelona).

\*\* Profesor Ayudante de la Facultat d'Economia IQS. Universitat Ramon Llull (Barcelona).

(1) Se enmarca dentro de la Cátedra Unesco de la Universidad Ramon Llull y ha contado con la financiación del Banco Santander Central Hispano.

A pesar de la creciente incertidumbre, la economía brasileña (undécima del mundo) ha sido durante los últimos años uno de los principales destinos de inversión extranjera directa mundial (2). En el Cuadro 1 se puede observar la inversión extranjera directa (a partir de ahora IED) recibida por Brasil en los últimos años.

Para España, Brasil ha constituido en los últimos años uno de los destinos de inversión más importantes, con cifras que superan el 20 por 100 del total de la IED española, lo que convierte a España en uno de los países potenciales más afectados ante un colapso financiero en Brasil

Estos volúmenes de IED recibidos en Brasil son consecuencia de diversos factores tales como su importancia estratégica (mayor país del Mer-

(2) UNCTAD (2001).

CUADRO 1  
INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS EN BRASIL.  
PERIODO ANUAL (Millones de US\$)

Año	Importe	Año	Importe
1997 .....	17.877,40	1998 .....	26.001,60
1999 .....	26.888,10	2000 .....	30.497,60
2001 .....	24.715,00		

Fuente: Banco Central de Brasil.

cosur) y su importancia económica, siendo la segunda economía de Latinoamérica, sólo por detrás de México en términos de PIB. Así, la creciente preocupación por la sanidad de su economía se ve plenamente justificada.

En estos últimos meses una creciente intranquilidad se ha ido apoderando de los agentes económicos internacionales y domésticos acerca de la evolución que seguirá la economía brasileña. Algunas causas de esta incertidumbre son comunes a todos los países, como la ralentización de la economía mundial, que ocasiona un menor flujo comercial (bienes y servicios) (3), además de la aversión al riesgo de los inversores, produciendo la caída de las bolsas mundiales a niveles de 1997. También hemos de mencionar que al igual que en otros casos como señala G. A. Calvo y E. G. Mendoza (1997) muchas de las crisis financieras coinciden con períodos de elecciones presidenciales como sucedió en México en 1994. Sin embargo, algunas causas son muy particulares de Brasil.

## 2. Mayor incertidumbre

### *Ralentización de la economía mundial*

Con la disminución del ritmo de crecimiento de la economía mundial los países en vías de desarrollo perdieron gran parte de las inversiones exteriores, que en los últimos años recibieron como consecuencia de la integración económica internacional.

Brasil es un país fuertemente dependiente de las inversiones extranjeras, directas y en cartera. Estas inversiones son utilizadas principalmente para compensar la gran salida de dólares necesarios para el pago de intereses derivados de su deuda externa.

(3) OMC (2002).

En los Gráficos 1 y 2 se muestra la evolución de las inversiones extranjeras directa y en cartera en Brasil y podemos constatar que las tasas de variación de dichas inversiones fueron negativas en nueve de los últimos doce meses (agosto de 2001 a agosto de 2002). Con la disminución de las inversiones, esta dependencia de capital extranjero se muestra aún más acuciante y explica las continuas subidas de los tipos de interés (hasta alcanzar un 21 por 100 - octubre 2002) para evitar salidas de capital y atraer capitales exteriores.

Uno de los primeros aspectos a destacar como factor de desconfianza en la economía brasileña es la crisis argentina, que se arrastra hasta la actualidad. Parte de la desconfianza viene generada por el impacto transmisor de la crisis argentina poniendo en tela de juicio el futuro desarrollo del Mercosur, y por otra parte el caso argentino pone de relieve una vez más la fragilidad de las economías emergentes ante los inversores internacionales.

Durante el año 2001 se habló mucho sobre el contagio de la crisis argentina a los países del Mercosur lo que, en algunos casos realmente ocurrió, principalmente en Uruguay. De acuerdo con el Ministerio de Desarrollo, Industria y Comercio Exterior brasileño las exportaciones brasileñas a Argentina se han contraído un 60 por 100 (Gráfico 3), que representa en torno al 12 por 100 de las exportaciones totales de Brasil. La economía brasileña sufrió menos de lo previsto, principalmente por su gran parque industrial y la diversificación de sus exportaciones, tanto con respecto a productos como países. Precisamente es esta no dependencia comercial (4) exclusiva de un país o bloque lo que explica parcialmente el mantenimiento de Brasil como uno de los protagonistas de la economía mundial.

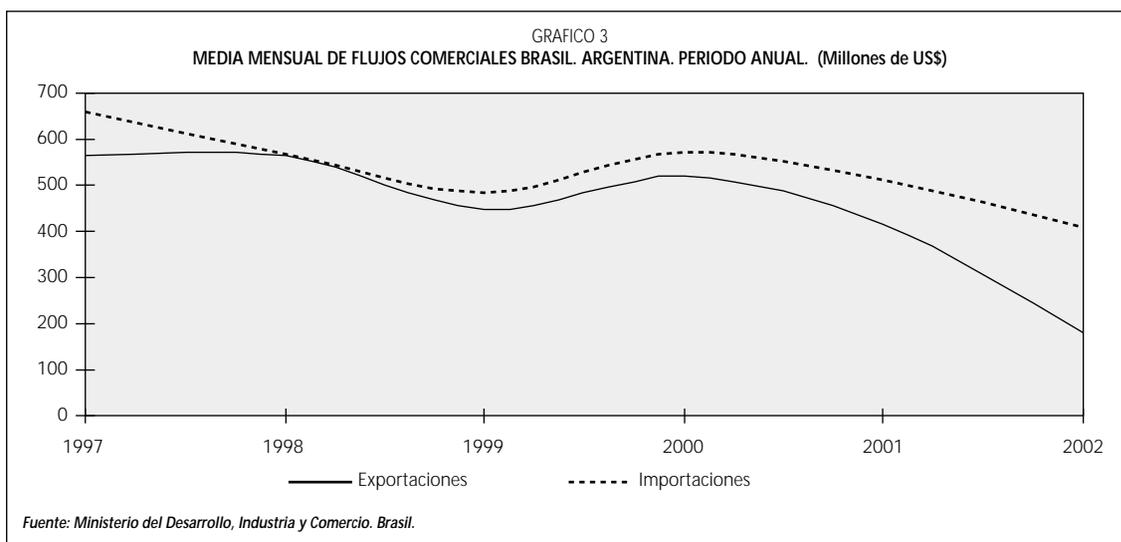
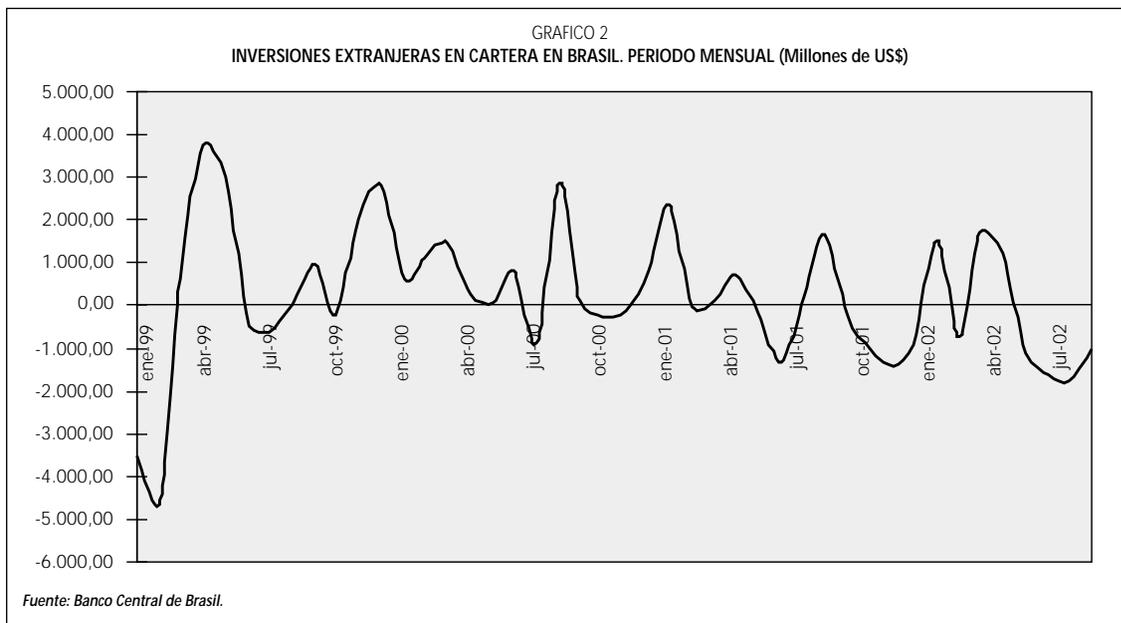
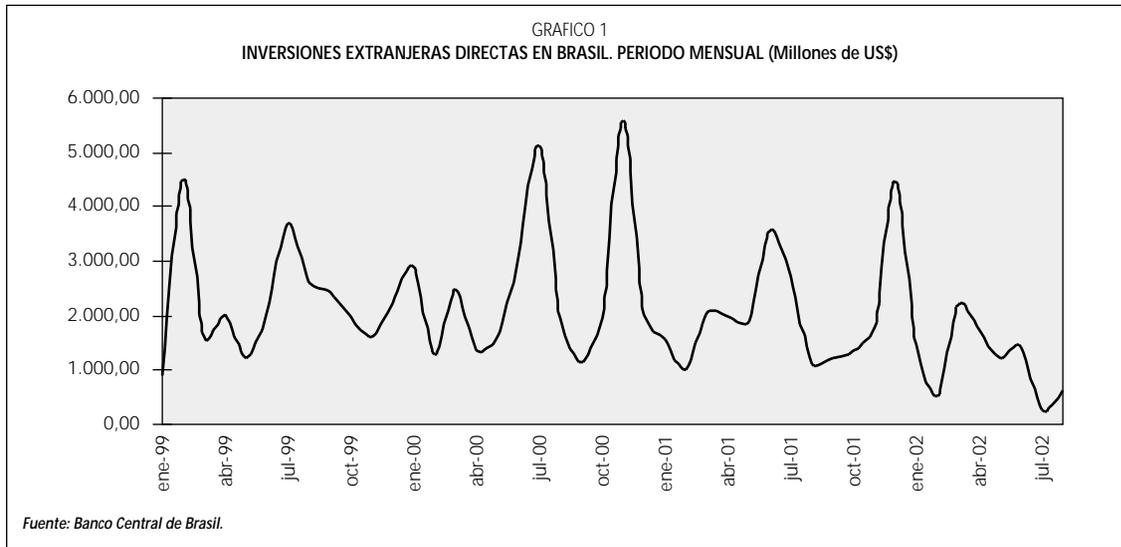
### *Aversión al riesgo*

Después del estallido causado por los fraudes contables en algunas grandes empresas que cotizan en las principales bolsas de valores mundiales ha aumentado la aversión al riesgo en las inversiones financieras. La transparencia es citada como

(4) El comercio exterior brasileño es diversificado, con concentraciones que no superan el 25% a un único destino, sea Mercosur, UE o Estados Unidos.



COLABORACIONES



una de las principales características exigibles para invertir, siendo los mercados de los países emergentes los más castigados en este aspecto. Las pérdidas acumuladas por los fondos a consecuencia de las caídas de las bolsas en los últimos meses, han llevado a los inversionistas a no aceptar más los riesgos derivados de aplicaciones financieras en dichos «mercados emergentes».

Según la opinión de la mayoría de analistas financieros, las agencias de evaluación de riesgos están bajando las «notas» de los bancos que tienen gran exposición en dichos mercados, causando reducciones en su valor bursátil y, en consecuencia, la retirada de las líneas de financiación de estos bancos a los mercados emergentes.

### **Balanza de Pagos**

La balanza de pagos brasileña, tradicionalmente, exhibe un gran déficit que normalmente es financiado por las inversiones directas extranjeras. Este déficit es consecuencia de un gran volumen de deuda externa (tanto el valor del principal como el valor de intereses), lo que sitúa al país en una posición extremadamente dependiente del capital externo para financiarse. A cada crisis financiera internacional en que se disminuyen los flujos de capitales hacia los mercados emergentes, la balanza de pagos brasileña muestra problemas. En los Gráficos 4, 5 y 6 se observan los elementos de la balanza de pagos, balanza por cuenta corriente, cuenta de capital y cuenta financiera, respectivamente.

A tenor de los datos expuestos podemos observar que los desequilibrios que se dan en la balanza de pagos no son extraordinariamente negativos si los comparamos con otras economías emergentes y más aún si los comparamos con otras economías desarrolladas.

### **Déficit público**

El valor del déficit público brasileño es un elemento de preocupación que socava la con-

fianza de los mercados financieros internacionales hacia los países en desarrollo. Con valores que superan el 4 por 100 del PIB, se puede observar la gran necesidad de financiación del sector público aunque es muy importante señalar la existencia constante desde hace unos años de un superávit primario (cerca del 4 por 100) de las cuentas públicas. Este hecho es importante destacarlo ya que no es común para la mayoría de las economías en las que se han dado crisis financieras.

Para entender esta necesidad de financiación ha de tenerse en cuenta dos factores, los intereses por pagos de la deuda brasileña y el déficit de la Seguridad Social. Los tipos de interés que Brasil paga para refinanciar su deuda siempre se sitúan por encima de la media mundial. En el Gráfico 7 puede apreciarse cuanto supone el pago de intereses (en porcentaje respecto al PIB) y el valor del déficit nominal.

### **Deuda del sector público**

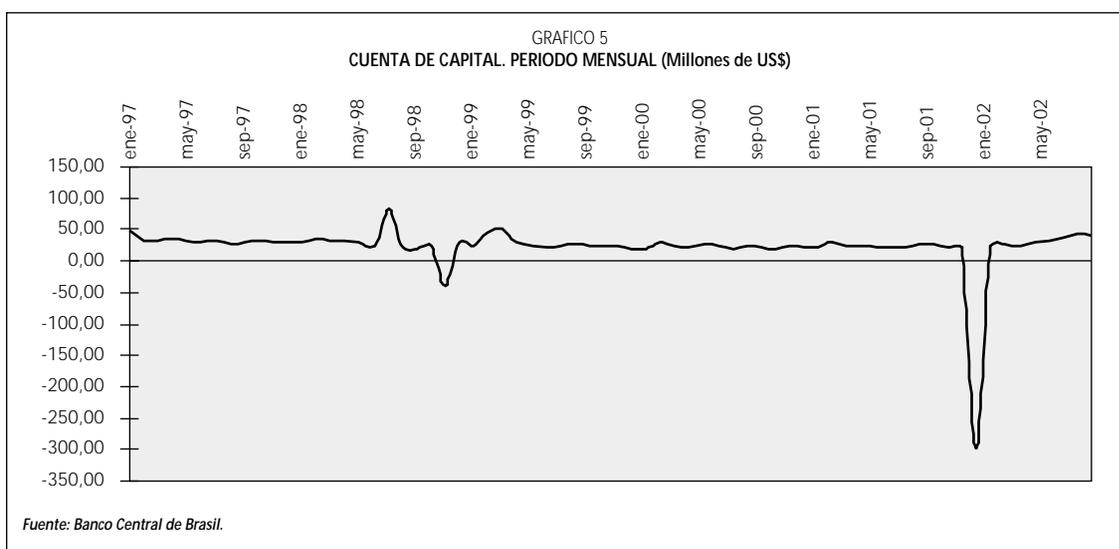
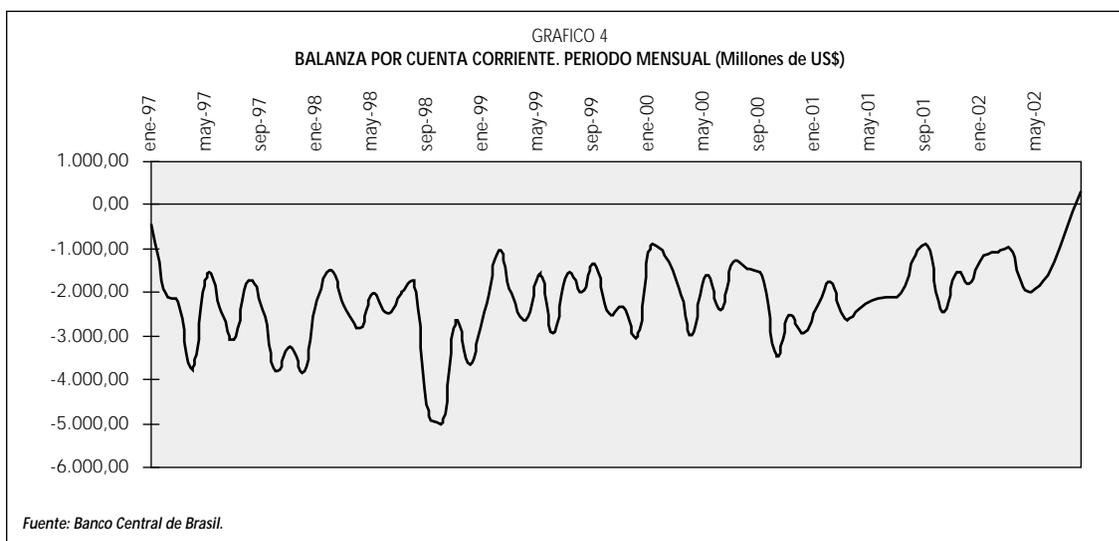
La deuda del sector público brasileño es uno de los problemas más citados en los medios de comunicación mundial en la actualidad, pero normalmente no está justificado el temor ya que el porcentaje que representa respecto del PIB no es una cifra que comparada con otros muchos países difiera de forma significativa. Más aún, podemos citar casos como el de Italia y otros países desarrollados donde dicho porcentaje supera en mucho, las cifras que se dan en Brasil. Considerando estos argumentos cabe preguntarse qué elementos hacen que la deuda pública de Brasil genere tanta desconfianza en los mercados financieros internacionales.

Durante el gobierno de Fernando Henrique Cardoso la deuda del sector público creció por diversos motivos y se optó por las privatizaciones de la mayoría de las empresas públicas sin obtener los resultados esperados. En algunos casos, los costes de saneamiento e inversiones para aumentar su atractivo superaron los ingresos por sus ventas. El gran saneamiento en el sector bancario, público y privado, más que necesario, incurrió en altos gastos, que derivaron en un crecimiento en la deuda pública, recurriendo a nuevos

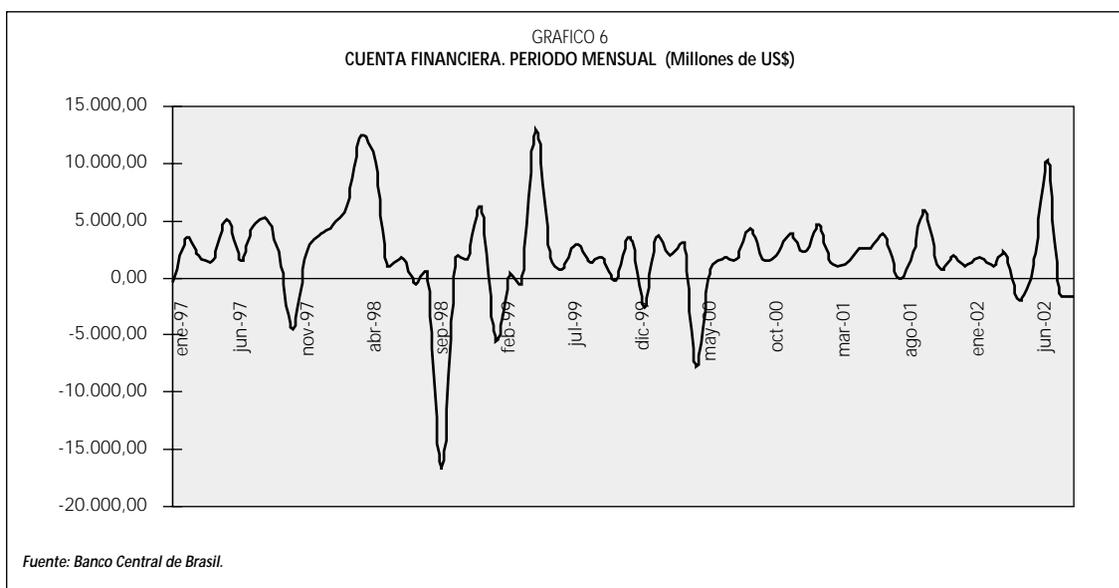


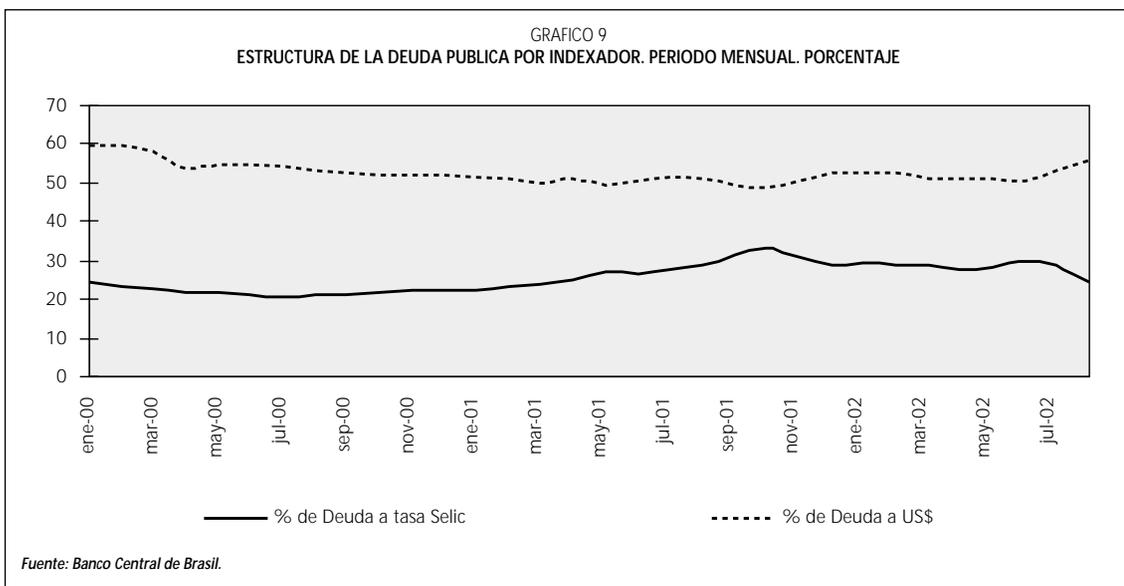
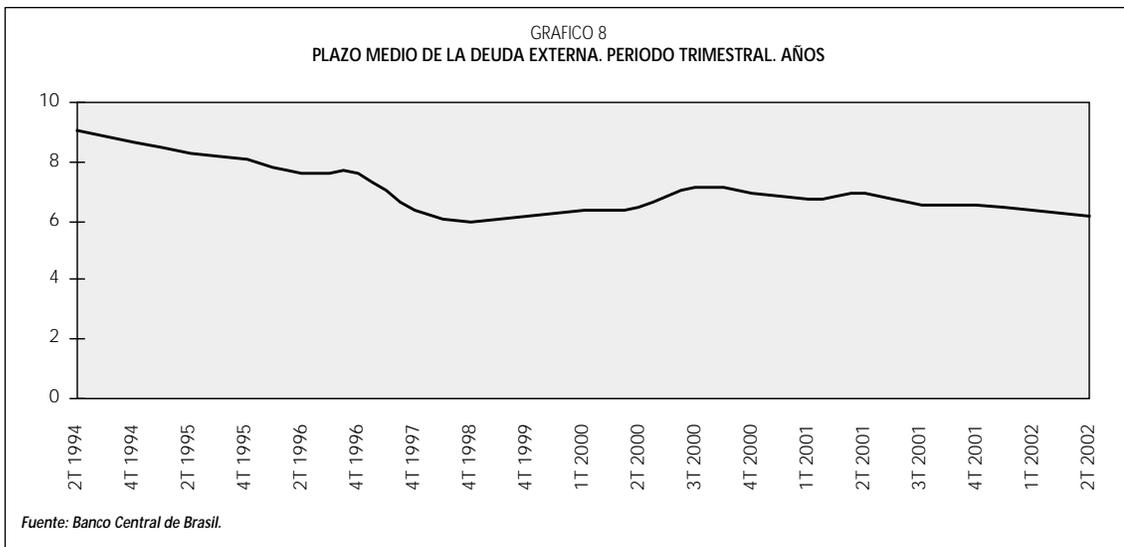
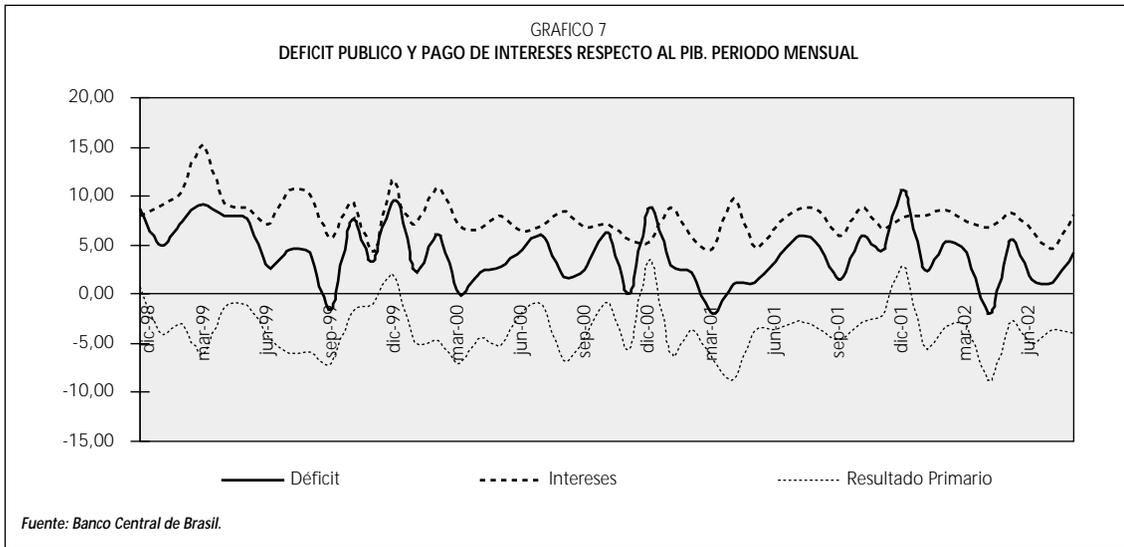
COLABORACIONES

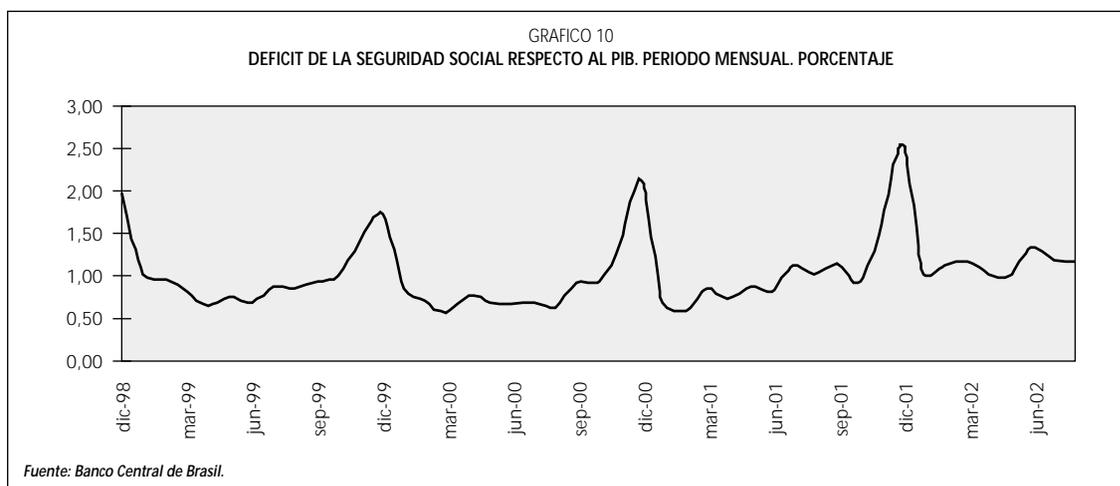
(2) Aún cuando estas conclusiones son las esperadas, sospechamos que existe cierta infravaloración del consumo de productos petrolíferos por parte del sector residencial.



COLABORACIONES







préstamos para cubrir los costes de estos ajustes o con aciertos contables de privatizaciones y saneamiento bancario (5).

Las mayores preocupaciones no residen en el valor de la deuda pública brasileña, que es similar a la de otros países, sino en la estructura de dicha deuda, que tiene un plazo de amortización cada día más corto (Gráfico 8) y de los «indexadores» con respecto a los que dicha deuda es corregida. Como ilustración podemos citar la liquidación de más de 500 millones de US\$ de deuda pública vencida de Brasil en el mes de Septiembre de 2002 que llegó a provocar una pérdida del real de más del 10 por 100 frente al US\$.

La mayor preocupación respecto a la estructuración de la deuda es que gran parte de ella está indexada a la variación de la tasa de cambio con respecto a dólares estadounidenses, mostrando los ingresos del gobierno brasileño en reales, y la tasa de cambio respecto al dólar una tendencia alcista continuada. Otra gran parte de la deuda está indexada a la tasa de interés interna (*tasa selic*), la cual es una de las más altas del mundo en términos reales.

Más de un 90 por 100 de la deuda brasileña varía en función de estas dos variables (Gráfico 9), y ambas son demasiado altas, siendo la tasa de interés uno de los instrumentos de la política económica del Banco Central para contener una tendencia alcista de la tasa de cambio.

(5) GOLGFJAN (2002) en que se diserta sobre la posibilidad de gestionar la deuda pública a largo plazo.

### *Déficit en la Seguridad Social*

Uno de los mayores problemas presupuestarios brasileños reside en el déficit de la seguridad social, específicamente en las pensiones. El sistema de pensiones brasileños funciona con los contribuyentes activos financiando las pensiones de los jubilados. Este modelo sólo sería sostenible con un crecimiento demográfico elevado, lo que no pasa hoy día. Además existe el problema de las pensiones públicas, donde los funcionarios se jubilan con el salario que tenían cuando eran activos, mientras que los jubilados de la iniciativa privada tienen un techo máximo (bajo) para la jubilación. Separando los dos sistemas de pensiones (público y privado) se ve, claramente, un superávit en el sistema que contempla a los jubilados de la iniciativa privada, mientras que en el sistema de jubilación de los funcionarios públicos el déficit es tan grande que no está cubierto con el superávit anterior. La conclusión es que hay un déficit con una tendencia alcista (Gráfico 10) y con unos picos que coinciden en Diciembre con la paga extraordinaria que perciben los funcionarios y pensionistas públicos.

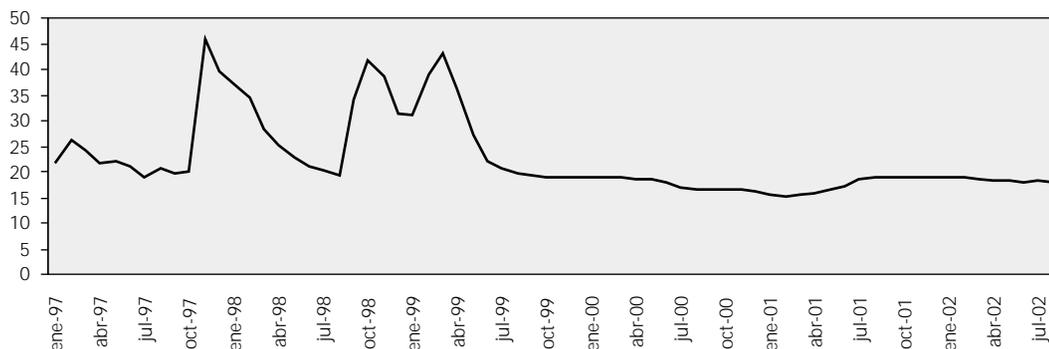
### *Tasa de interés*

La tasa de interés real brasileña se mantiene entre las mayores del mundo, llegando en agosto de este año al 10,1 por 100 y alcanzando la cifra histórica del 21 por 100 en septiembre de 2002 para intentar frenar la caída del real. La política económica adoptada por el Banco Central brasile-



COLABORACIONES

GRAFICO 11  
TIPO DE INTERES NOMINAL DE LA AUTORIDAD MONETARIA (TASA SELIC). PERIODO MENSUAL. PORCENTAJE



Fuente: Banco Central de Brasil.

ño en los últimos años se basa en las metas de inflación acordadas con el Fondo Monetario Internacional (FMI). En los años en que fueron adoptadas dichas metas fue necesaria una revisión de la tasa (6) (por arriba por supuesto). Para intentar contener la tasa de inflación dentro de los límites establecidos, el Banco Central brasileño se ve obligado a mantener o subir las tasas de interés internas, sea para contener una tendencia alcista de la tasa de cambio, que después reflejará en los precios finales, sea para disminuir el ritmo de crecimiento de la economía. En el Gráfico 11 se muestran los picos de la tasa de interés en los últimos años, siendo la primera gran subida en 1997 con la crisis asiática para evitar una fuga masiva de capitales. El otro pico corresponde a poco antes de la devaluación del real, en 1999, cuando la tasa de cambio se tornó flotante.



COLABORACIONES

### Elecciones presidenciales

Además de factores económicos que potencian la inquietud de los agentes financieros hay un factor político muy importante (en nuestra opinión clave), las elecciones presidenciales. Las elecciones presidenciales brasileñas vislumbran, por primera vez, una victoria de la izquierda en Latinoamérica. El candidato que ha liderado las encuestas y que ha ganado la primera vuelta y la segunda

vuelta ha sido el Sr. Luiz Inácio Lula da Silva, que es un antiguo líder sindical y que por tercera vez era candidato a la presidencia. En las elecciones anteriores hizo algunas propuestas que asustaron a los mercados financieros internacionales, pero este año no las ha vuelto a repetir, mostrando su tendencia hacia el centroizquierda. La ruptura de contratos y la incertidumbre con respecto a la estabilidad macroeconómica con las nuevas políticas que vayan a ser adoptadas son apuntadas por las agencias de evaluación de riesgos como principales causas de sus evaluaciones negativas.

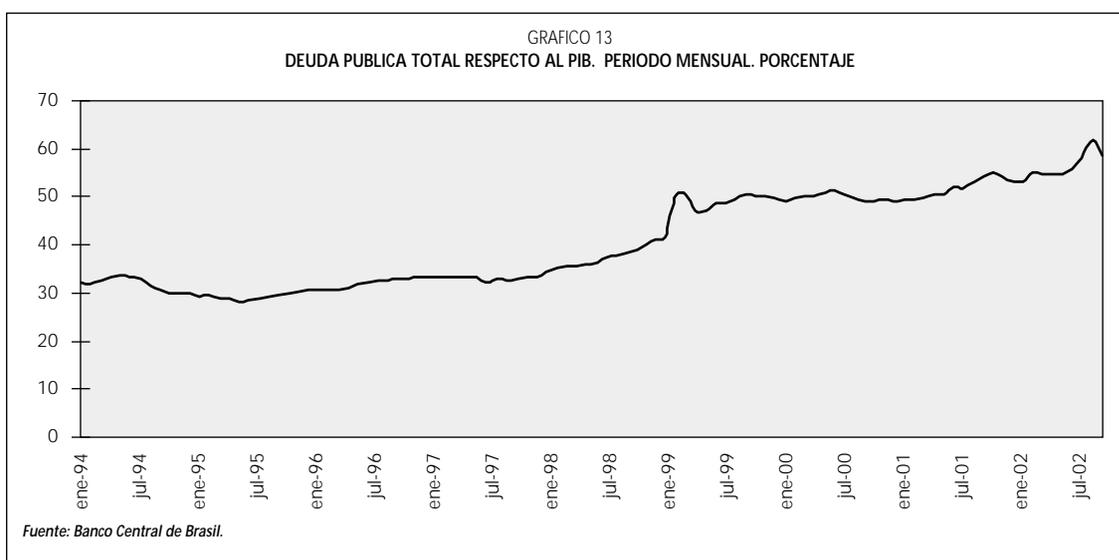
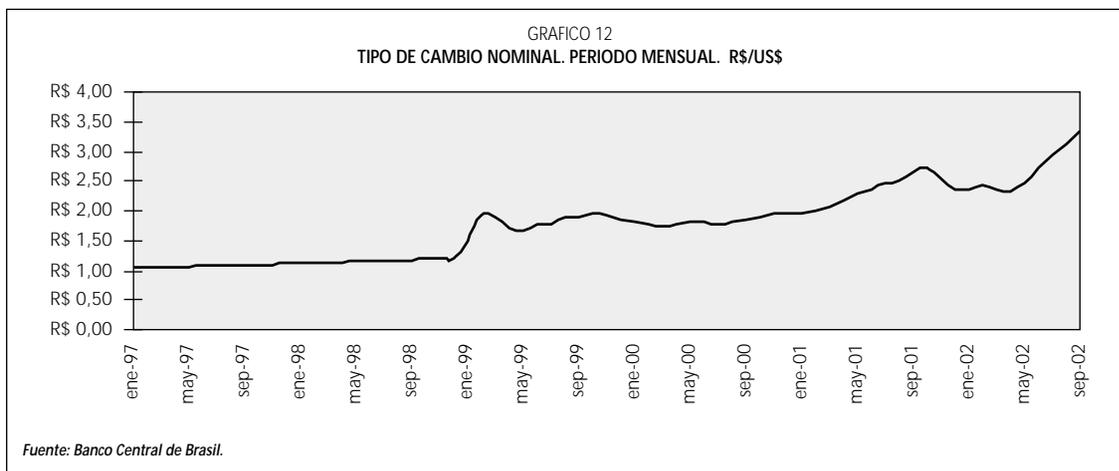
## 2. Consecuencias de una mayor incertidumbre

Las consecuencias de hechos políticos y económicos de esta envergadura se traducen en una gran falta de confianza del mercado financiero. Esta falta de confianza ocasiona, a corto plazo, una fuga de capitales que tiene como señal observable una presión sobre la tasa de cambio, que es fácilmente observable en los últimos meses, con una volatilidad elevada como se muestra en el Gráfico 12.

Esta desconfianza se traduce también en una gran caída en las líneas de crédito internacionales hacia los países en vías de desarrollo. Las líneas de financiación brasileñas nunca han sido tema de renegociación, lo que no justificaría este temor del mercado.

En julio de 2001 los *commercial papers* de las empresas brasileñas eran refinanciados por un volumen que llegaba al 114 por 100 de los títulos

(6) CARARE, A.; SCHAECHTER, A.; STONE, M. y ZELMER, M. (2002), se muestra la funcionalidad de las metas de inflación para la mayoría de los países que las adoptan.



COLABORACIONES

(refinanciación total más nueva financiación de un 14 por 100). En julio de 2002 dicha renegociación sólo alcanzaba al 7 por 100 de los títulos antiguos. En las líneas de comercio exterior este cambio fue de una tasa de un 89 por 100 a un 64 por 100, y los préstamos directos entre compañías de un 551 por 100 (lo que caracteriza una inversión) para un 58 por 100 (retirada de capital). El total puede resumirse de un 130 por 100 a un 41 por 100. Con la financiación interna muy cara (véase las tasas de interés) y la casi ausencia de una financiación externa, las empresas brasileñas se quedan sin capacidad de inversión.

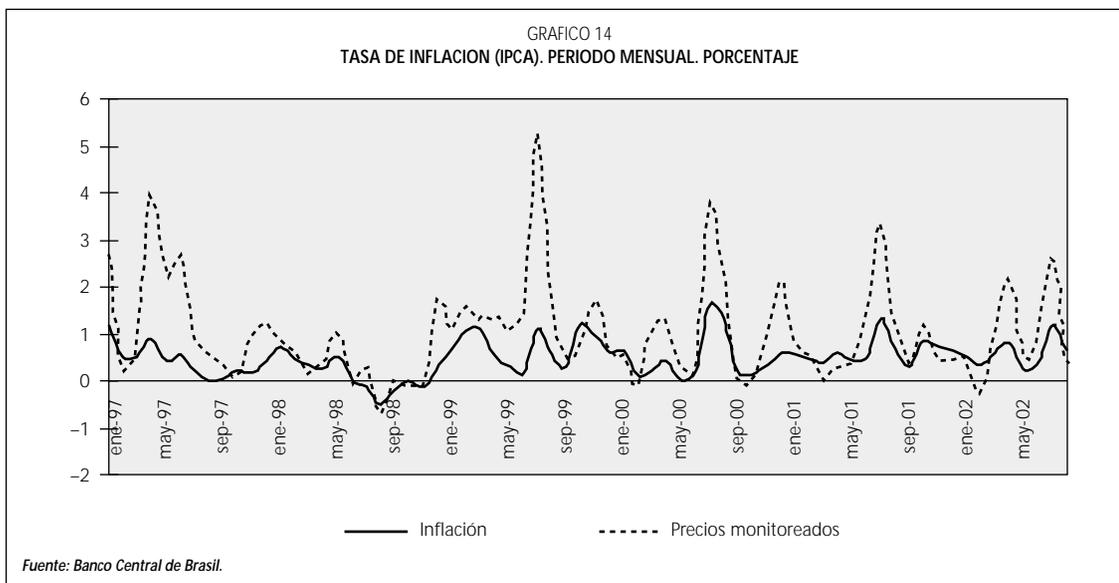
Para contener la tendencia alcista de la tasa de cambio (falta de oferta) el banco central mantiene las tasas de interés elevadas para aumentar la atracción hacia el mercado interno. Como gran

parte de la deuda interna está indexada a la tasa de interés de la Autoridad Monetaria (llamada tasa Selic) o a la tasa de cambio respecto al dólar de Estados Unidos, la deuda pública crece, como se muestra en el Gráfico 13.

Los tipos de interés también son mantenidos altos por la autoridad monetaria a fin de contener la inflación, que funciona con un sistema de metas acordadas con el FMI. Las metas de inflación previstas son superadas todos los años, pues la depreciación real se traslada a los precios domésticos. La trayectoria de la inflación se ve en el Gráfico 14.

Es observable también que la variación positiva de los precios controlados por el gobierno (empresas privatizadas, energía, etcétera) están por encima de la variación del índice general de

GRAFICO 14  
TASA DE INFLACION (IPCA). PERIODO MENSUAL. PORCENTAJE



inflación. Para entender esta mayor volatilidad de los precios «monitoreados» hemos de mencionar que muchos de estos precios corresponden a sectores privatizados donde se habían pactado ajustes periódicos basados en la tasa de cambio respecto a dólares americanos. Además, en esta «cesta de productos» figura el petróleo que, a pesar de que en gran medida es nacional, obedece a los precios internacionales. La revisión en la meta de inflación del FMI es justificable. Se mantienen altos tipos de interés para frenar una posible subida de la tasa de inflación, que en la realidad tiene como componente principal de presión los precios administrados por el gobierno, entrando así en un círculo vicioso, que asociado a falta de líneas de crédito externas, perjudica gravemente a la iniciativa privada.

Todos estos factores obligaron al gobierno brasileño a negociar un nuevo acuerdo con el FMI por un valor de 30 mil millones de dólares americanos. Este acuerdo tenía como objetivo calmar los mercados financieros internacionales, pero su efecto fue discutible. Del total de los 30 mil millones, 6 mil millones están siendo desembolsados en 2002 y los otros 24 mil millones en 2003. Algunas de las condiciones impuestas por el FMI fueron:

- Superávit primario en las cuentas públicas de un 3,88 por 100 del PIB (el anterior que estaba siendo adoptado era de 3,75 por 100).
- Reforma en la tributación.

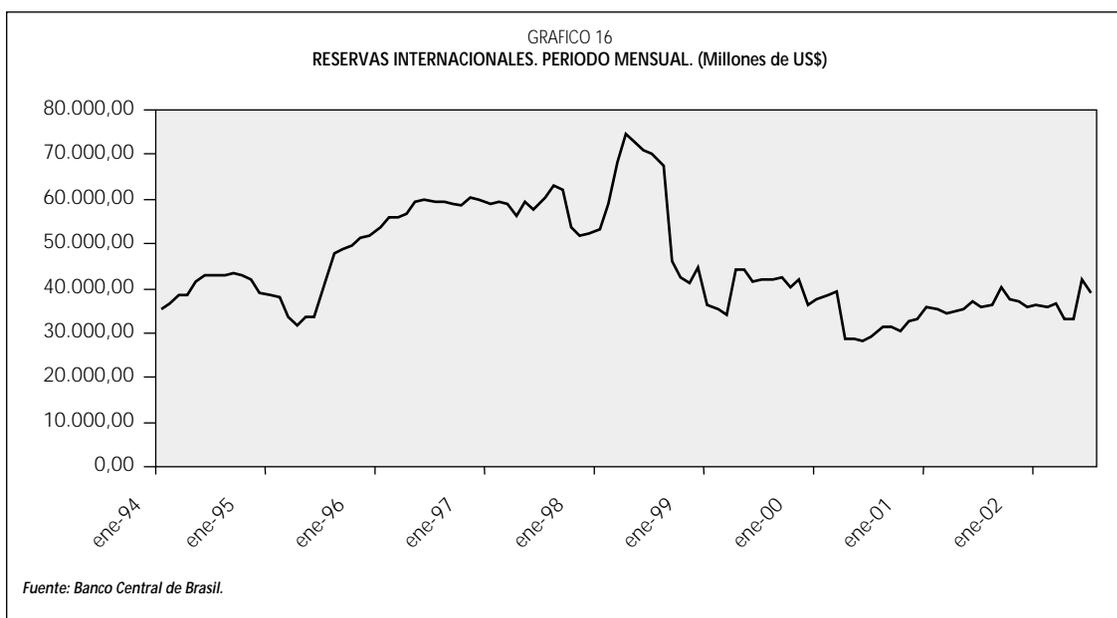
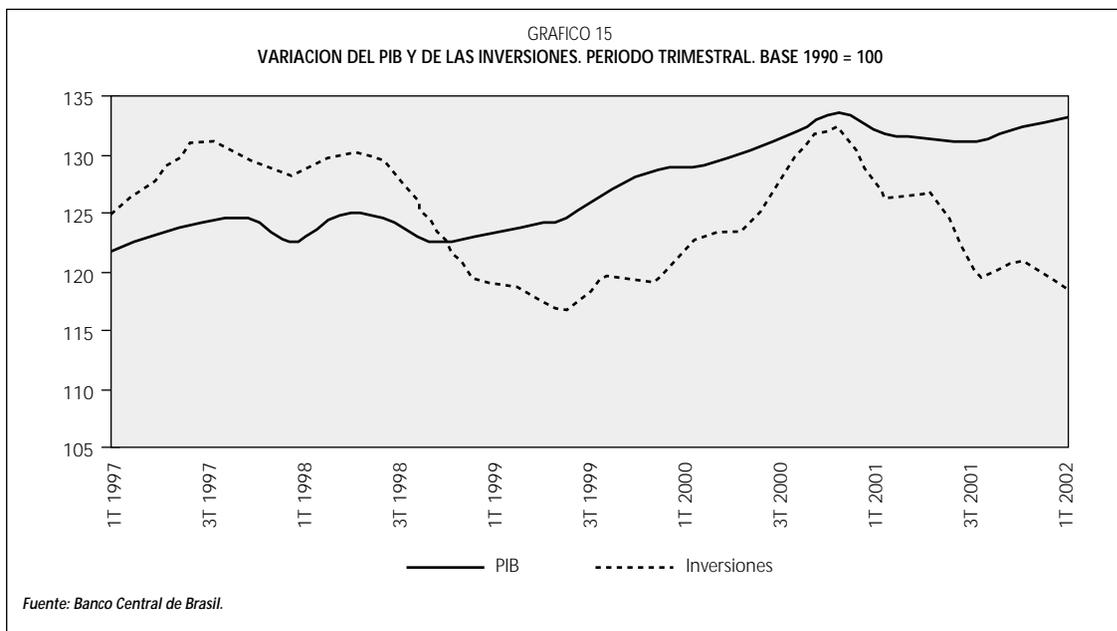
- Creación de fondos de pensiones para los funcionarios públicos.
- Mayor transparencia en la divulgación de datos del gobierno federal.
- Más indicadores del riesgo de crédito de los bancos comerciales.
- Mayor rapidez en las autorizaciones para entrada de bancos extranjeros en el mercado nacional.

La mayor parte de las medidas fueron fácilmente asimiladas, pues el superávit primario de 3,88 por 100 del PIB que podría parecer difícil de cumplir ya estaba alcanzado. Con compromisos presupuestarios de esta magnitud, un déficit alto en la Seguridad Social y un servicio de deuda tan elevado, el próximo gobierno va a tener alguna dificultad para «maniobrar» la máquina administrativa. Además existe la ley de responsabilidad fiscal, donde los gobiernos (desde el federal hasta los municipales) no pueden gastar más que los ingresos y gran parte de los presupuestos están destinados al pago de funcionarios públicos.

Manteniéndose la actual política económica de altos tipos de interés, el crecimiento económico se ve perjudicado. El crecimiento de la economía brasileña ha estado, en los últimos años, muy por debajo de las metas y necesidades. La inversión del sector privado viene cayendo en los últimos trimestres, lo que también significa una caída en la confianza del inversor (Gráfico 15).



COLABORACIONES



COLABORACIONES

### 3. Medidas adoptadas

Para intentar salir de esta crisis de confianza de los mercados (externo y interno) el gobierno ha negociado con el FMI un nuevo acuerdo, por un valor de 30 mil millones de dólares americanos. El efecto aún no se ha producido dado que los mercados ven con inseguridad la capacidad de amortizar las deudas y mantener los compromisos adquiridos por el gobierno. En contrapartida tenemos, como se muestra en el Gráfico 16, que las reservas internacionales no muestran

una tendencia bajista, que sería una de las principales características de una crisis financiera (7).

El gobierno de Luiz Inácio Lula da Silva no convence del todo a los mercados internacionales acerca de sus objetivos. El gobierno actual está confeccionando un gran programa de transición del poder, con tres meses de reuniones y cambio de informaciones.

(7) LINDE (2000) donde se pueden ver las principales características de las crisis financieras.

GRAFICO 17  
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES BRASILEÑAS. PERIODO MENSUAL. (Millones de US\$)

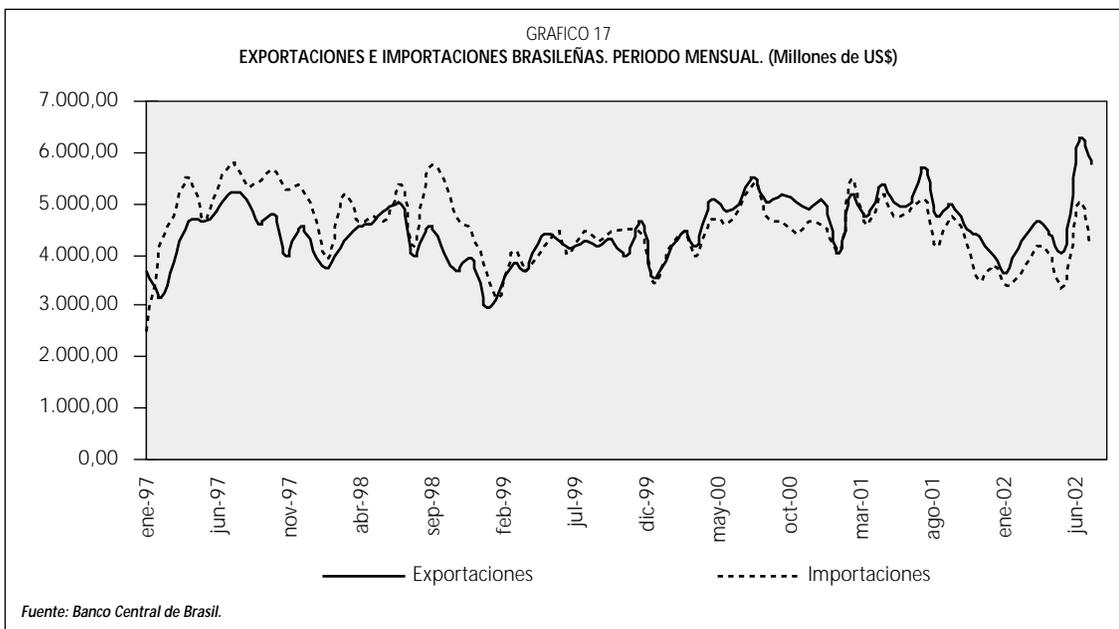
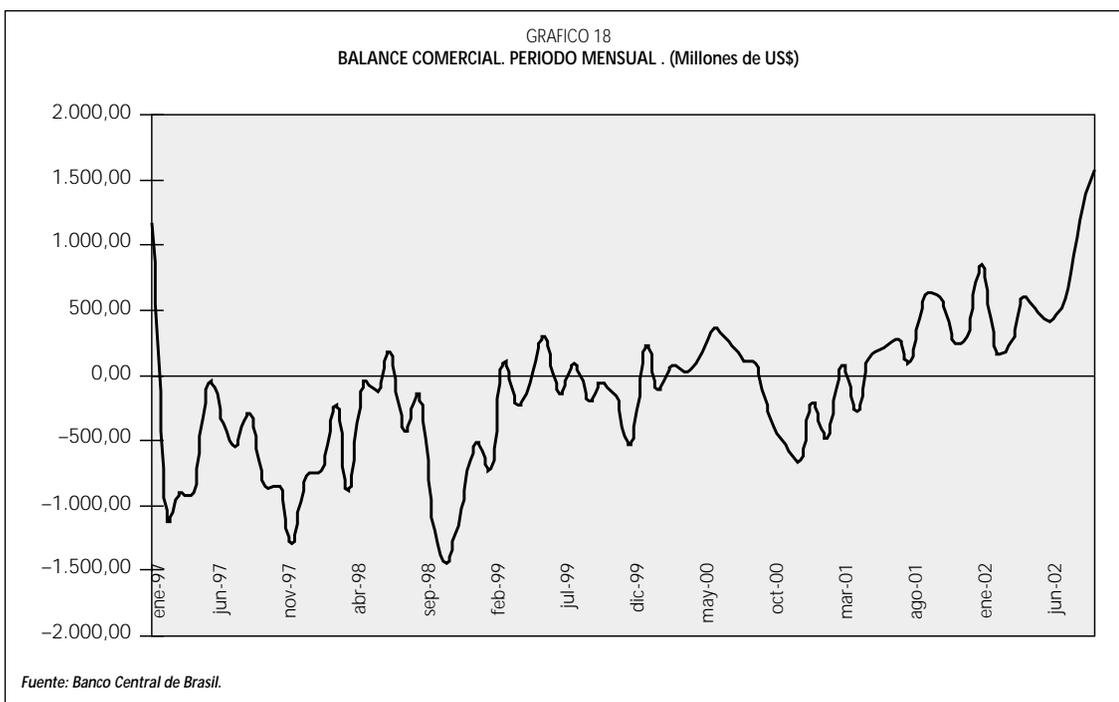


GRAFICO 18  
BALANCE COMERCIAL. PERIODO MENSUAL. (Millones de US\$)



COLABORACIONES

Para la disminución de la dependencia del capital externo fueron puestas en marcha algunas medidas para incentivar las exportaciones, a partir de algunas alteraciones en la tributación de las exportaciones, apoyadas además por la tasa de cambio. La misma tasa de cambio que convierte en casi prohibitivas las importaciones. Los resultados de estas medidas ya se están evidenciando, conforme se muestra en el Gráfico 17.

De esta manera el balance comercial se ha invertido positivamente. Después de seis años de resultados negativos, Brasil completa dieciocho meses de balances comerciales positivos, lo que significa otra forma de financiar los déficit externos. Alcanzada una menor dependencia de capital externo, se espera una menor volatilidad en la economía, en consecuencia, una mayor confianza tanto de los mercados financieros internacionales como del mercado financiero nacional.

#### 4. Conclusiones

La economía brasileña está pasando por una grave crisis de confianza derivada de varios factores, externos y internos, que la afectan de diversas maneras. Como dice George Soros «algunas profecías del mercado son autorealizables». Esta falta de confianza viene acompañada de una fuga de capitales que presiona la tasa de cambio y, consecuentemente la inflación, manteniendo los tipos de interés altos. Todo ello viene agravado por una dificultad de financiación, que se traduce en una caída de las inversiones y un crecimiento del PIB que continúa por debajo de las necesidades.

Estimular las exportaciones es una de las salidas a la situación que está siendo adoptada, que debe venir acompañada de una reforma tributaria que haga los impuestos menos distorsionantes (sobre el consumo, y no sobre la producción como es hoy). Sin embargo, el problema del déficit de la Seguridad Social sigue pendiente de solución. Una solución, aunque sea a largo plazo, ayudaría a calmar los mercados.

Los compromisos de pago de las deudas, externa y interna, deben ser cumplidos, y una estrategia de reestructuración de los plazos e indexadores sería bienvenida. El sistema bancario brasileño es uno de los mejor regulados del mundo, con reglas claras que lo mantienen bajo el control del Banco Central. El equilibrio fiscal ya fue alcanzado y ha sido rígidamente mantenido, además de contar con leyes muy claras al respecto. La estabilidad macroeconómica es un compromiso que todos los brasileños toman para sí, pues ya vivieron una época de hiperinflación y difícil-

mente se han olvidado del cambio diario del precio del pan.

Como se observa, la situación brasileña se diferencia en muchos aspectos de la argentina o mexicana por lo que no puede deducirse que Brasil camine hacia una crisis financiera.

#### Bibliografía

1. CONFERENCIA DE LAS NACIONES UNIDAS SOBRE COMERCIO Y DESARROLLO (2001): «Informe sobre las inversiones en el Mundo», Nueva York y Ginebra.
2. ORGANIZACIÓN MUNDIAL DEL COMERCIO (2002): «Informe anual 2002», Ginebra.
3. GOLDJAFN, I. (2002): «Há razões para duvidar que a dívida pública no Brasil é sustentável?» Notas técnicas del Banco Central de Brasil, número 25, julio.
4. CARARE, A.; SCHAECHTER, A.; STONE, M. y ZELMER, M. (2002): «Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting», Working Papers del Fondo Monetario Internacional, número 102, junio.
5. LINDE, L. (2000): «Los sistemas financieros ante la globalización. Crisis financieras», en Sistemas Financieros ante la Globalización, Guitián y Varela, Ediciones Pirámide, Madrid.
6. CALVO, G. y MENDOZA, E. (1997): «La crisis de la balanza de pagos de México: crónica de una muerte anunciada», Investigación Económica, número 219, paginas 13-52, enero-marzo, México DF.
7. PAREJA, M. (2000): «¿ Por qué Brasil salió da crisis?», Boletín Económico de ICE, número 2663, paginas 41 a 46, del 11 al 17 de septiembre.
8. PAREJA, M. (1999): «1999: un año de transición para la economía de Brasil», Boletín Económico de ICE, número 2626, paginas 27 a 32, del 6 al 12 de septiembre.
9. SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS DEL SECTOR EXTERIOR (2002): «Brasil: una cuestión de confianza», Boletín Económico de ICE, número 2733, paginas 3 a 7, del 24 al 30 de junio.



COLABORACIONES

# EL SECTOR EXTERIOR



**A LA VENTA**

COMERCIO MUNDIAL Y TENDENCIAS  
DE POLÍTICA COMERCIAL

EL SECTOR EXTERIOR EN ESPAÑA

ESTRUCTURA SECTORIAL DEL COMERCIO EXTERIOR

ESTRUCTURA GEOGRÁFICA DEL SECTOR EXTERIOR

COMERCIO EXTERIOR POR COMUNIDADES AUTÓNOMAS

LA POLÍTICA COMERCIAL ESPAÑOLA

APÉNDICE ESTADÍSTICO

Evolución histórica. Comercio exterior por sectores. Comercio exterior por áreas geográficas y países. Comercio exterior por comunidades autónomas. Turismo. Balanza de Pagos. Comercio internacional. Competitividad

**Información y pedidos:**

Ministerio de Economía. Paseo de la Castellana, 162-Vestíbulo  
28071 Madrid - Teléf. 91 349 36 47

E-mail: [venta.publicaciones@mineco.es](mailto:venta.publicaciones@mineco.es)

[www.revistasICE.com](http://www.revistasICE.com)