



[Imprimir Página Web](#)

¿Resistirá Brasil?

Paul Isbell

ARI Nº 30-2002 - 22.7.2002 (Traducción al español)

Una vez más, la comunidad internacional de inversores se cuestiona la sostenibilidad de la deuda de Brasil y la estabilidad de su economía. La posibilidad de un cambio en política económica como resultado de las elecciones que se celebrarán en octubre, así como la tendencia a establecer comparaciones simplistas con Argentina, han sido las principales fuentes de tales temores. Sin embargo, Brasil no es Argentina, y Lula, el candidato del Partido de los Trabajadores que ahora encabeza los sondeos, no es el mismo Lula de 1994, ni tan siquiera el de 1998. Si bien sigue estando patente la posibilidad de que irrumpa una crisis en la deuda en Brasil, con el contagio a otros países de América Latina, lo más probable es que dicha crisis no se dé y no tiene por qué darse necesariamente.

Contexto general

La crisis que está viviendo Argentina junto con los renovados temores de los mercados por la situación brasileña han empezado a avivar las especulaciones sobre la posibilidad de que el continente esté a punto de sufrir una nueva ola de crisis deudoras, acompañadas del correspondiente período de estancamiento posterior. Dicha posibilidad es relevante, tanto para los responsables de las políticas económicas a escala mundial, como para los inversores internacionales, en especial para aquellas empresas españolas que han invertido más de 100.000 millones de euros en la región (34.700 millones de euros en Argentina y 28.000 millones de euros sólo en Brasil), y que sufrieron fuertes reveses en Argentina durante el pasado año y medio.

Hasta hace poco, se consideraba que el severo e impredecible contagio financiero desatado por la crisis del Tequila de 1994-1995, así como las crisis asiáticas y rusas de 1997-1998, se había podido contener de forma satisfactoria durante los difíciles momentos vividos en Argentina. El pasado 8 de julio, sin ir más lejos, el Bank of International Settlements, el "club" de los bancos centrales nacionales) todavía podía afirmar en su informe anual que, pese a que la mejora experimentada en Argentina había sido leve, persistía una destacada ausencia de contagio en el resto de América Latina, apoyando así la idea de que los mercados consideran este país como un "caso especial".

Es probable que este informe se encontrara ligeramente a la zaga de la curva en la que se representa el comportamiento de los mercados, puesto que se dio a conocer en un clima de creciente aprensión por parte de los mercados con respecto a Brasil, pero ya hacía varios meses que existían algunos motivos de preocupación. El índice de crecimiento del PIB de Brasil cayó significativamente en 2001 (del 4,4% registrado en 2000 al 1,5%) como resultado de los cortes de electricidad provocados por la sequía y una significativa devaluación del real brasileño (de un promedio de 1,83 reales por dólar en 2000 a un promedio de 2,35 reales por dólar en 2001). En un primer momento, la depreciación del real en 2001 obedeció a los temores de los mercados a que se contagiara la crisis argentina a otros países, adoptándose una dinámica especulativa. Ante la posibilidad de que todo esto se viera reflejado en los precios nacionales, junto con el compromiso continuado por parte del Banco Central de contener la inflación, la devaluación sirvió para que el índice Selic (la tasa de interés de referencia del Banco Central de Brasil) aumentara del 15,8% a finales de 2000 al 19% a finales de 2001, contribuyendo así a una ralentización. La demanda interna se redujo, pasando de un porcentaje relativamente saludable -4,5%- en 2000 a un simple 0,1% en 2001, mientras que los mercados de valores brasileños también registraron en 2001 una caída del 11% en términos de la moneda nacional, y una caída más significativa del 25% en términos del dólar.

Sin embargo, la situación pareció estabilizarse cuando el descalabro argentino alcanzó un punto crítico a finales del año pasado. La caída en picado del real brasileño durante el segundo trimestre del año pasado, que se situó en los 2,85 reales por dólar, se recuperó en diciembre, alcanzando los 2,32 reales por dólar. Dado que el real se había convertido en el mejor indicador de la situación brasileña, la fuerte recuperación de la moneda sugirió que el contagio de 2001 no había conseguido afectar a los fundamentos de la economía ni al compromiso adquirido por parte del gobierno de lograr una sólida gestión económica. Sin embargo, era un indicio de la continua volatilidad del mercado en los mercados emergentes.

En efecto, la política fiscal y monetaria de Brasil se mantuvo encarrilada, reflejando así la actitud adoptada por los gestores económicos del país quienes no iban a aflojar las riendas en una coyuntura tan crítica ni en un contexto tan potencialmente explosivo. La inflación se había recuperado ligeramente en el año 2001, situándose en un 7,7% (6,0% en 2000), pero continuó su tendencia a la baja a largo plazo, mientras que el crecimiento porcentual anual de la base monetaria siguió siendo negativo (-5,9%). Mientras tanto, el superávit presupuestario primario siguió subiendo (pasando de un 3,6% del PIB en 2000 a un 3,8%, por encima del objetivo oficial del 3,5%, un componente clave de la estrategia de Brasil para mantener la estabilidad de los niveles de deuda pública).

Por consiguiente, sería razonable interpretar la ralentización económica de Brasil de 2001 como la consecuencia lógica de la ralentización mundial, y no como resultado del contagio de Argentina, del mismo modo que la ralentización económica que sufrió México en 2001 podría interpretarse como el resultado directo de la recesión experimentada en EEUU.

La reciente crisis

No obstante, a finales de esta primavera, los mercados brasileños se vieron sumidos de nuevo en una crisis. Mientras la economía seguía creciendo lentamente, la recuperación en EEUU y Europa se mantenía empañada por la incertidumbre y la situación en Argentina iba de mal en peor, los observadores brasileños y los inversores internacionales empezaron a debatir abiertamente en prensa sobre la posibilidad de que Brasil incumpliera con sus obligaciones de deuda.

En junio, el real brasileño cayó en picado, situándose en 2,95 reales por dólar y el riesgo país (el *spread* o diferencia entre la tasa que pagan los títulos del gobierno brasileño y los del gobierno estadounidense, que en marzo superaba ligeramente los 700 bp, se situó por encima de los 1.700 bp. Bovespa (el índice bursátil de Sao Paulo, el más importante de Brasil) cayó cerca de un 20% por debajo del nivel que tenía a principios de año. El crecimiento del PIB en términos anuales durante el primer trimestre fue de -0,7%, y aunque esta cifra superaba las expectativas del mercado, la producción industrial de mayo descendió un 5,1% (un 0,9% en términos anuales) con respecto a abril (cuando se había recuperado un 4,5%), convirtiéndose así en la caída mensual más importante desde 1995, lo que hizo aumentar los temores de los mercados. Actualmente, la mayor parte de las estimaciones apuntan a un crecimiento del PIB para este año muy inferior al 2%, mientras que el riesgo-país seguirá manteniéndose francamente elevado. Las dudas con respecto al restablecimiento de un crecimiento más significativo han ido aumentando, en especial teniendo en cuenta la presión sobre los tipos de interés y la devaluación del real.

Tal vez el factor más significativo del cambio experimentado por el comportamiento de los mercados sean los buenos resultados obtenidos por Luiz Inácio Lula da Silva en los sondeos para las elecciones presidenciales de octubre, así como el temor a que una victoria de Lula pueda comprometer la prudencia fiscal y monetaria, lo que reduciría la predisposición y capacidad de Brasil para amortizar su deuda externa. Ello se ha traducido en un factor detonante para los mercados inmersos en un contexto de incertidumbre general, fruto de las dudas en torno a los mercados de valores internacionales y los constantes problemas en Argentina. Aunque los efectos sobre Brasil de la crisis que se vive en Argentina siguen siendo escasos –las exportaciones a Argentina se sitúan muy por debajo del 1% del PIB de Brasil– el efecto psicológico resultado de la mezcla de la frágil economía mundial y la depresión a gran escala presente en Argentina podría convertirse fácilmente en “contagioso” si los mercados consideran que las elecciones de octubre representan una amenaza tangible para la política económica de Brasil.

En medio de este panorama caracterizado por el nerviosismo de los mercados, la prensa se hizo eco de unas declaraciones del Secretario del Tesoro Norteamericano, Paul O’Neill, en las que afirmaba que sería un error brindar más apoyo financiero internacional a Brasil. Aunque posteriormente se retiraron sus palabras, consiguieron llevar a los mercados al límite del pánico. Por si eso no bastara, según la revista *The Economist*, Morris Goldstein, un prestigioso economista del Institute for International Economics, con sede en Washington, aseguró que Brasil tenía un 70% de probabilidades de *default* en 2003, independientemente de quién ganara las próximas elecciones presidenciales. En otras informaciones publicadas últimamente en la prensa se decía que el porcentaje podría ser incluso superior. Los mercados también han observado con preocupación la similitud de estas declaraciones con algunos comentarios que O’Neill y varios economistas estadounidenses efectuaron con respecto a Argentina durante su período de lenta agonía en 2001.

Posteriormente, el 2 de julio, dos semanas después de que Fitch rebajara la calificación de la deuda, Standard & Poor’s redujo su calificación de la deuda de Brasil en divisas a largo plazo de BB- a B+ (la deuda en moneda nacional a largo plazo se mantiene en BB), colocándola bajo observación negativa. Ante una confianza que se está desvaneciendo a marchas forzadas, un aumento de la tasa de desempleo, un descenso de la renta real, y un real brasileño sometido a una presión continua, parece que cada vez toma más fuerza la posibilidad de cierto tipo de *default* de la deuda por parte de Brasil (véase la sección IV: Deuda & Fundamentos).

El factor de las elecciones

Entre los distintos factores importantes a la hora de analizar la situación de Brasil –y, por consiguiente, un posible contagio a otras áreas de América Latina y a los mercados emergentes en general–, el más importante es la celebración de las próximas elecciones generales en octubre. Lula alcanzó su máximo nivel de popularidad –un 43%– en mayo (con respecto a un 38% en abril y un 27% a principios de año), descendiendo posteriormente a un 38% en junio y a un 33% en julio. Este descenso en la intención de voto fortaleció la interpretación generalizada –por lo menos hasta el sondeo más reciente del 17 de julio– de que la victoria final de la segunda vuelta sería para José Serra, el candidato presidencial de la coalición Partido Social Demócrata de Brasil y Partido del Movimiento Democrático Brasileño (PSDB-PMDB), elegido por Cardoso como su sucesor. Aunque Lula podría ganar fácilmente la primera vuelta, el resultado más probable, de acuerdo con esta interpretación, sería una victoria de Serra en la segunda vuelta, sobre todo si se tiene en cuenta que ésta ha sido la pauta seguida en las últimas elecciones presidenciales a las que se ha presentado Lula como el principal candidato de la oposición.

Otros tres factores conducen a una conclusión similar: (1) está previsto que cuando la campaña comience oficialmente a mediados de agosto, Serra disfrute de algo más del 40% del tiempo de antena gratuito asignado a los candidatos presidenciales; es decir, más del doble del porcentaje establecido para Lula o Ciro Gomes, el candidato del Partido Popular Socialista (que representa a la coalición Frente Laborista, integrada por el Partido Popular Socialista, el Partido Democrático Laborista (PDT) y el Partido Laborista Brasileño (PTB)); (2) la mitad de los votantes potenciales todavía parecen indecisos o no se han pronunciado y, en un país tan extenso como Brasil, las declaraciones efectuadas en las campañas televisivas constituyen tradicionalmente un factor decisivo; y (3) el porcentaje de los participantes en sondeos que reconocieron que en última instancia votarían por el candidato del gobierno pasaron del 38% en marzo al 44% en junio. Sin embargo, el reciente descenso de Serra a tercer lugar, según la encuesta realizada el 17 de julio por la agencia Ibope, con sólo un 15% de la intención de voto, ha empezado a sembrar la duda acerca de este escenario convencional. Tal vez ello explique una reciente afirmación atribuida a Cardoso: Serra podría ser el mejor presidente, pero no ha sido el mejor candidato.

Es evidente que Lula cuenta con amplias posibilidades de ganar. Los mercados, por lo menos, han estado considerando seriamente esta posibilidad. Los Gobiernos y el FMI también deberían hacerse a la idea. Ello plantea dos importantes cuestiones. ¿De qué manera se vería afectada la situación económica y financiera de Brasil por la simple incertidumbre de los mercados que probablemente persistirá durante agosto y la mayor parte de septiembre? Y, suponiendo que la confianza de los inversores se recuperara con una victoria de Serra, ¿hasta qué punto se recuperarían si Lula llegara a ganar?

Un posible escenario que beneficiaría a cualquier Administración sería un pacto con el FMI (diseñado en términos similares al acuerdo que firmó el Fondo con Corea en 1997 en los previos a sus elecciones presidenciales), que incluiría un mayor apoyo por parte del Fondo a cambio de un conjunto de promesas preelectorales por parte de cada uno de los principales candidatos referidas a la atención de las obligaciones externas de Brasil y al mantenimiento del país en una sólida estabilidad macroeconómica, incluyendo un superávit presupuestario primario de como mínimo el 3,75% (última revisión de los objetivos del gobierno), la independencia del Banco Central, y un objetivo en inflación.

Enrique Iglesias, presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, apoya esta idea, como también lo hace el presidente mexicano, Vicente Fox. Anne Krueger, Primera Subdirectora Gerente del FMI, asegura que el actual programa del FMI con Brasil, que está previsto que concluya a finales de este año, no se renovará, salvo que se alcance dicho pacto preelectoral con los candidatos. El Ministro de Hacienda de Brasil, Pedro Malan, también ha propuesto este tipo de acuerdo como medio para tranquilizar los mercados, conseguir que el riesgo-país regrese a unos niveles sostenibles por debajo de los 1000 bp, y reforzar el real brasileño. Lula parece dispuesto a aceptarlo, según asegura Guido Mantega, su asesor económico, en especial en el supuesto de que el sentimiento de los mercados con respecto a la deuda de Brasil continúe siendo amargo. Sin embargo, Ciro Gomes, el otro candidato izquierdista, que desde el 17 de julio ocupa, con un 22%, el segundo lugar en los sondeos, situándose muy por delante de Serra (15%), de momento ha rechazado dicho pacto, adoptando en su lugar una postura más cercana al estilo del antiguo Lula. Gomes ha disgustado a los mercados al descartar el programa relativo a la inflación, detener la privatización, regularizar el acceso extranjero a los mercados de valores, devolver la prioridad nacional a la política industrial, e intentar un "swap voluntario" para convertir la deuda a corto plazo en una deuda a largo plazo "a la Cavallo", lo que, tras el descalabro de Argentina, huele a un manido eufemismo de incumplimiento (o a su inminente indicio).

El gobierno ha anunciado recientemente que ejercerá su derecho de hacer uso de fondos especiales del FMI por valor de 10.000 millones de dólares. Se trata de una especie de línea de crédito negociada precisamente para este tipo de situaciones tan tensas en los mercados, y concedida en función del éxito logrado por Brasil en reformas llevadas a cabo en otras épocas y en el mantenimiento de una disciplina fiscal prudente. Al fin y al cabo, con un mínimo de perspectiva histórica, resulta difícil negar que Brasil haya avanzado a un ritmo espectacular respecto a las reformas estructurales y a las mejoras en la gestión de políticas macroeconómicas, en especial dada la naturaleza fragmentada de la política brasileña. Si a ello le sumamos unas reservas internacionales netas que superan los 28.000 millones de dólares, estos fondos especiales deberían ser más que suficientes para cumplir con la deuda externa pública que vence en 2003 y 2004 (3.500 millones de dólares y 5.500 millones de dólares, respectivamente, quedando tan sólo para el año 2002 algunas obligaciones públicas externas de poca importancia) y para ayudar a respaldar el real brasileño en el caso de que se vuelva a ver amenazado. El Instituto Internacional de Financiación estima que la inversión extranjera directa en Brasil (FDI) será constante el próximo año, manteniéndose en los niveles previstos en 2002 de 17.500 millones de dólares, mientras que las necesidades de endeudamiento externo neto aumentarán en 1.800 millones de dólares, alcanzando los 5.500 millones de dólares en 2003. Sin embargo, este requisito de endeudamiento adicional no debería aumentar las tensiones con respecto a la capacidad financiera de Brasil.

Incluso sin contar con el pacto entre el FMI y los candidatos presidenciales, una continuación de la actual situación en los mercados no debería afectar en exceso a la deuda, puesto que no existe ninguna necesidad de acudir a los mercados en busca de una financiación externa a corto plazo. Los problemas surgirían, obviamente, si la Administración recién elegida desatara más tensiones en el mercado como consecuencia del anuncio de importantes cambios en la política económica, o si se mantuvieran hasta entrado el próximo año los actuales *spreads* del riesgo-país como consecuencia de la crisis, causando problemas para el refinanciamiento de la deuda empresarial y una financiación pública adicional. Mientras tanto, el FMI ha suscrito el actual programa económico de Brasil. Ha aceptado la propuesta brasileña de reducir el límite mínimo aceptable para las reservas en divisas, que pasaría de los 20.000 millones dólares a los 15.000 millones de dólares, representando un signo de flexibilidad y comprensión para las actuales demandas sobre las reservas brasileñas.

La combinación de estos factores generó, a mediados de julio, un giro provisional en los mercados, registrándose en un fortalecimiento del real brasileño, que alcanzó los 2,79 por cada dólar, y una disminución del riesgo-país, que se situó por debajo de los 1500 bp. Sin embargo, sigue dándose la posibilidad –evidenciada por el renovado descenso del real brasileño tras el sondeo llevado a cabo por la agencia Ibope el 17 de julio, que colocaba a Gomes en segundo lugar– de que otra presión preelectoral contra el real brasileño conlleve la introducción de nuevas presiones inflacionarias y turbe los mercados de la deuda. Descartando cualquier probabilidad de incumplimiento inminente de la deuda, dicho escenario daría lugar a dos posibilidades.

En teoría, el Banco Central y el Gobierno podrían relajar la política fiscal y monetaria en un intento por mejorar las posibilidades de José Serra, el candidato cuasioficial del gobierno. Aunque durante los últimos meses Serra ha solicitado explícitamente –como mínimo en dos ocasiones– una reducción de los tipos de interés, tanto Pedro Malan, el actual Ministro de Hacienda, como Arminio Fraga, el Gobernador del Banco Central, han rechazado rotundamente la posibilidad de permitir que la política macroeconómica resulte influenciada por el período electoral. Aunque en esta tentación existe, probablemente no se dispondría del tiempo suficiente para que una divergencia tan radical en términos de estrategia mereciera la pena en términos electorales. Los riesgos, por otro lado, serían tremendos, provocando en los mercados, casi con total certeza, exactamente el tipo de pánico que tanto el gobierno como los candidatos de la oposición parece que cada vez están más resueltos a evitar. Sin embargo, no hay que descartar

esta posibilidad, en especial después de que el 17 de julio el Banco Central sorprendiera a los mercados con un recorte en el tipo Selic, reduciéndola del 18,5% al 18,0%. Por lo menos, esta medida aporta el beneficio de relajar el crédito en el actual entorno restrictivo, liberando posiblemente al sector privado de cierta presión y potenciando la confianza nacional. No obstante, la política fiscal sigue siendo la variable clave de esta ecuación, en especial dado que, bajo un régimen de tipo de cambio flexible, si bien la política monetaria disfruta de la posibilidad de ejercer cierta influencia discrecional sobre la producción y la renta, no puede decirse lo mismo de la política fiscal. Por consiguiente, no parece probable que Malan vaya a cambiar de rumbo.

Aunque los mercados han estado preocupados por el hecho de que una Administración Lula pueda aflojar las riendas monetarias y fiscales, con la consiguiente adopción de una actitud severa en lo relativo al pago de la deuda, nadie está contemplando seriamente la posibilidad de que esto suceda durante el resto del mandato de Cardoso-Malan. En efecto, si bien Cardoso ha señalado abiertamente los peligros que entrañaría una Administración Lula con respecto a una estabilidad económica y financiera continuada, Malan ha argumentado en privado que es altamente improbable que Lula pueda modificar de un modo significativo el actual modelo de gestión macroeconómica. Evidentemente, ello eliminaría la necesidad de una política fiscal con el fin de reducir el riesgo y así poder influir en el electorado para que vote a favor de Serra, "salvando" de esta manera al país de un verdadero desastre. Comprometer la tan temida y poco ortodoxa medida de Lula –una relajación de la política fiscal– con el único objetivo de ayudar a evitar una victoria por parte de Lula no parece ser una de las opciones creíbles de Malan.

Un escenario alternativo consistiría en dar marcha atrás al reciente recorte del tipo Selic en una fase posterior de la campaña, siempre que el real sufriera otro serio revés. No cabe ninguna duda de que ello afectaría a la confianza de los consumidores y de los inversores, al tiempo que posiblemente ralentizaría todavía más la economía. Así, una continuación del statu quo –una ralentización continuada del crecimiento, un real brasileño débil y un elevado riesgo-país– parecería el peor escenario preelectoral. Sin embargo, dado el actual escenario de deuda gubernamental –sin ninguna necesidad inmediata de refinanciar importantes sumas de deuda pública externa ni de reunir capital fresco– dicha eventualidad no plantea un serio riesgo de incumplimiento a corto plazo. La verdadera prueba de fuego sería el modo en que los mercados recibirían al nuevo candidato electo. La atención más reciente se ha centrado en si la nueva imagen reformista de Lula es genuina o no, y en si los mercados darían una oportunidad al nuevo Lula o no. Y, en el caso de que los mercados decidieran someterle a prueba ¿cómo reaccionaría Lula?

A lo largo de estos últimos meses se han ido dando más indicios de que una Administración Lula mantendría el actual rumbo de la gestión macroeconómica de Brasil. Lula y sus asesores se han esforzado al máximo por asegurar que se seguirían cumpliendo los actuales objetivos fiscales y obligaciones de la deuda. También se ha producido cierta especulación sobre la posibilidad de que el actual Gobernador del Banco Central, Arminio Fraga, siguiera desempeñando su cargo incluso bajo un Gobierno Lula. Tal vez el riesgo más importante se daría tras la celebración de las elecciones, en el supuesto de que los mercados reaccionaran negativamente ante un triunfo de Lula, basándose en las sospechas de que la retórica electoral de éste no es fiable, o simplemente sometiendo a prueba su nueva ortodoxia. Ello haría depreciarse al real brasileño, al tiempo que elevaría todavía más el riesgo país, acarreando efectos negativos en la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, aunque todavía es posible que Lula intente enfrentarse a los mercados, el hecho de que haya alejado tanto su postura electoral de sus anteriores posiciones hace que este escenario cada vez resulte menos probable.

Tal vez el escenario más preocupante sería una victoria de Lula en la primera vuelta, y el triunfo de Ciro Gomes sobre José Serra en el segundo puesto. De acuerdo con la última encuesta electoral llevada a cabo por la agencia Ibope, publicada el 17 de julio, Gomes aventajaba a Serra en siete puntos (tan solo una semana antes estaban empatados). Algunas simulaciones para la segunda vuelta colocan a Gomes en un empate técnico con Lula, o incluso en primer lugar. En el caso de que Gomes mantuviera su actual postura intervencionista y siguiera guardando las distancias con respecto a cualquier posible acuerdo preelectoral con el FMI, los mercados podrían renovar su castigo sobre la moneda y los bonos de Brasil, ejerciendo una mayor presión sobre los tipos de interés y el servicio de la deuda. Por consiguiente, agosto y septiembre siguen perfilándose como los meses clave para evaluar la evolución de estos posibles escenarios.

Por otro lado, en el caso de que Gomes consolidara su segunda posición en los sondeos y rechazara modificar su retórica populista, Lula, paradójicamente, podría posicionarse como el candidato de la moderación y el protector de la frágil situación financiera y macroeconómica de Brasil. Si Serra abandona la escena, pese a sus actuales ventajas estructurales, los mercados podrían empezar a interpretar rápidamente una victoria de Lula como un resultado relativamente positivo, con la consiguiente mejora en el tipo de interés y el riesgo país.

Deuda & Fundamentos

El otro factor clave de este análisis es la situación exacta de la deuda en Brasil. A diferencia de lo que sucedió en Argentina antes de su incumplimiento, en Brasil, la carga de la deuda externa es relativamente más ligera para el Estado, tendiendo a acumularse en el sector privado. Ello sugeriría que, antes de producirse el *default* de la deuda soberana del Estado, lo más probable es que se ejerciera una cierta presión sobre la deuda empresarial, que los mercados estarían preparados para tolerar o absorber.

La deuda externa total del sector público se mantuvo relativamente estable en 2001, situándose en los 93.000 millones de dólares estadounidenses, lo que representa aproximadamente el 19% del PIB (un porcentaje superior con respecto al 16% del año 2000, pero equitativo con respecto al de 1999 e inferior en comparación con el de principios de la década de los noventa). Esta cifra relativamente modesta contrasta de forma sustancial con las cifras de deuda significativamente superiores que la prensa suele citar. Así, por ejemplo, la deuda externa total (donde la mayor parte se atribuye al sector privado, sólo un 11% corresponde a la deuda a corto plazo) era, según el IIF, del 42% del PIB en 2001. Si se produce otra devaluación del real brasileño, es probable que esta cifra alcance el 50% este año. S&P ha estimado que la deuda gubernamental neta es del 44% del PIB para 1998-2002, y del 52% en 2002. Según el Banco Central de Brasil, cada 1% de la depreciación real del real brasileño durante un período de 12

meses hace empeorar la deuda pública consolidada con respecto al PIB en 0,23 puntos porcentuales, lo que lleva a la conclusión de que la variación del tipo de cambio de este año solamente –salvo que experimente una mejoría– podría añadir unos cinco puntos porcentuales al ratio de la deuda global.

Las cifras equivalentes para Argentina a finales de 2001, período que coincide con la implementación del “corralito”, poco antes de producirse el incumplimiento y la devaluación, eran las siguientes: la deuda externa total del sector público se situaba en un 32% del PIB, la deuda externa total en un 51%, y la deuda gubernamental neta en un 54% en 1998-2002 (sin que ningún efecto de la depreciación de la moneda hubiera aumentado todavía los ratios) y en un 102% en 2002 (después de la devaluación). Aunque la deuda externa neta como porcentaje de las exportaciones era del 217% en Brasil para los años 1998-2002 (frente a un 210% en Argentina), la deuda externa neta del sector público como porcentaje de las exportaciones en Brasil sólo era del 72% en 1998-2002, frente al 164% en Argentina. El análisis más alarmante es el realizado por los economistas internacionales, que han resaltado las cifras de la deuda más contagiosas. Así, por ejemplo, Morris Goldstein se ha concentrado en el financiamiento externo preciso para los años 2003 y 2004 –45.000 millones de dólares y 50.000 millones de dólares– en un contexto caracterizado por una creciente volatilidad de los mercados. Sin embargo, la mayor parte de este financiamiento lo requeriría el sector privado, en comparación con los 3.500 millones de dólares y los 5.500 millones de dólares de la deuda externa pública que vencerá en los mismos años. Por consiguiente, en el caso de que los mercados se negaran a refinanciar la deuda empresarial, salvo a unos tipos de interés muy severos, la posible amenaza recaería sobre la deuda empresarial, en lugar de hacerlo sobre la deuda soberana. Aunque esta amenaza es real, y podría traducirse en problemas económicos similares a los que generaría un incumplimiento de la deuda soberana, la variable crucial sigue siendo el real brasileño y el *spread* de riesgo-país.

La mayoría de los analistas internacionales tienden a destacar el hecho de que el 80% de la deuda pública total del Brasil está vinculada, bien con los tipos de interés o con el dólar. Mientras que el 70% de la deuda externa es en dólares, el 60% se ha emitido de forma privada, el 50% se mantiene de forma privada, y sólo el 12% es a corto plazo. Esto significa que los riesgos de incumplimiento a medio plazo son, principalmente, empresariales. Se calcula que en el segundo semestre de este año vencerán unos 7.000 millones de dólares de deuda empresarial, de los que sólo 2.000 millones es posible que se refinancien satisfactoriamente. Ello significa que la amortización del saldo tenderá a ejercer una presión descendiente sobre el real brasileño. El peligro es que los mercados malinterpreten la fuente de esta depreciación de la moneda: aunque es posible que la generen empresas que satisfagan sus obligaciones de deuda –una buena señal, por lo menos en un sentido estricto– los mercados podrían creer erróneamente que esta depreciación apunta a un aumento de dificultades relacionadas con la deuda y a una pérdida de confianza.

Dado que los tipos de interés –tanto para los bonos como para el crédito interno– siguen dependiendo de los movimientos del real, una posibilidad de *default* sería, básicamente, un escenario que por su propia naturaleza tendería a hacerse realidad. Si los mercados continúan apostando en contra del real, cada vez resultará más difícil afrontar la carga de la deuda; si se permite que el real se estabilice o gane valor, la situación de la deuda no debería deteriorarse, suponiendo que la política fiscal no se relaje. Los ratios de deuda-PIB que van empeorando (tanto si se miden en dólares como en reales brasileños) se han producido principalmente como consecuencia de la devaluación de la moneda brasileña, que en el futuro debería ser menos severa, puesto que parece que el Banco Central se ha comprometido a mantenerla por debajo de los 3,00 reales por dólar. Por consiguiente, el factor decisivo es de qué modo los mercados hacen frente a las elecciones y al nuevo presidente electo. En este sentido, un posible pacto preelectoral entre los principales candidatos con el FMI sería un factor significativo, como también lo sería cualquier divergencia respecto a la actual retórica, bien por parte de Lula o de Serra, tras su elección. Evidentemente, la remota probabilidad de una victoria de Gomes podría desbaratar los planes. Si bien existe la posibilidad de cierto incumplimiento de la deuda empresarial, no parece probable que se dé un incumplimiento de la deuda soberana. La deuda interna neta del Gobierno, aun en el caso de que superara el 50% del PIB, no debería representar demasiadas dificultades de refinanciación, puesto que menos del 5% es mantenida por no-residentes. La deuda externa total, según se ha mencionado antes, es esencialmente privada. Se podría argumentar que la carga de la deuda total es similar a la de Argentina antes del trágico desenlace de su crisis, pero la situación de Brasil es fundamentalmente distinta. En primer lugar, Argentina se hundió después de tres años de intensa recesión. Por el momento, Brasil ha evitado una recesión técnica, e incluso en el caso de que el crecimiento del PIB en el año 2002 resultara negativo en el segundo trimestre, no hay ninguna certeza de que Brasil vaya a sufrir una recesión tan prolongada o profunda como la que vivió Argentina, en especial dado que el tipo de interés es flotante. Sin embargo, el contexto económico internacional, que sigue siendo incierto, desempeña un papel crucial. La existencia de indicios más evidentes de una recuperación en EEUU, acompañada de una recuperación de la confianza de los inversores, probablemente ayudaría a Brasil.

Asimismo, a diferencia de lo ocurrido en Argentina, la inversión extranjera directa en Brasil, debería cubrir, incluso en el año 2003, el 95% del déficit contable actual (88% y 81% en 2001 y 2002), en lugar de sólo el 69% como sucedió en Argentina en el año 2001, período en el que dicho país estaba atravesando su tercer año de recesión y presentaba un déficit contable actual decreciente. El sector de la banca también se mantiene en un estado aceptable, con un índice medio de adecuación de capital del 14% a finales de marzo de 2002, por encima del 11% exigido por la legislación brasileña y el 8% según la norma Basle. La actual confianza en el sistema bancario sigue siendo elevada y no se ha producido ningún indicio de fuerte presión sobre los depósitos, como ocurrió en Argentina en 2001. En Brasil, a diferencia de la experiencia de Argentina, donde la recaudación tributaria descendió un 9% en 2001 y un 12% entre 1999 y el año pasado, los ingresos fiscales se han mantenido elevados, ascendiendo un 9% anualizado en junio, en plena incertidumbre de los mercados.

Además, mientras que el pacto fiscal entre el gobierno Central y las provincias sólo se alcanzó después del *default* y la devaluación en Argentina, la Ley de Responsabilidad Fiscal de Brasil, que exige la cooperación presupuestaria de los Estados brasileños con el Gobierno Federal, se aprobó por primera vez en 1999, tras la última crisis ocurrida en Brasil. Además, en junio, el impuesto CPMF a las transacciones financieras, considerado crucial para mantener el superávit primario de Brasil, se prorrogó por un año, garantizando al Gobierno su superávit primario del 3,75% para

2002, pese a la actual ralentización económica. En Argentina, por otro lado, el superávit primario nunca superó el 1% del PIB, descendiendo hasta el 0,7% en 2001. Aunque todavía deberán completarse varias reformas fiscales y de la Seguridad Social, y pese a que parece haberse hecho una pausa en lo relativo a la privatización, Brasil destaca por saber generar el consenso político mínimo necesario para la reforma a la que aspira, mientras que Argentina nunca demostró dicha tendencia a lo largo de los últimos años, por lo menos en lo que al terreno fiscal se refiere.

España y la comunidad internacional

Sin embargo, en el caso de que el castigo de los mercados sobre el real y la deuda brasileña siga siendo severo y se prolongue hasta finales de año, la variable crucial será la postura y la reacción del FMI y de EEUU. Pese a la reticencia manifestada por O'Neills de acudir en ayuda de Brasil, existen dos importantes factores que probablemente terminarían involucrando a la comunidad internacional en el caso de que el *default* de la deuda se convirtiera en una posibilidad cada vez más factible: 1) la influencia que Brasil ejerce en la economía continental (más del 50%, sin incluir a México) así como en los mercados de bonos de los mercados emergentes (actualmente alrededor del 50%, teniendo en cuenta la ausencia de gran parte de la deuda negociada de Argentina); y (2) el hecho de que Brasil constituya el ejemplo de referencia para los mercados emergentes en general. En primer lugar, si Brasil sufriera un importante trastorno financiero, ello sin duda alguna afectaría –en mayor medida que en el caso de Argentina– al resto de América del Sur, acarreando pérdidas significativas para los inversores internacionales. Dado el actual nivel general de incertidumbre presente en la economía mundial, parecería prudente que el FMI y EEUU ayudaran a evitar un importante cataclismo. Una cosa es permitir que Argentina se hunda en su ciénaga actual, pero otra muy distinta sería contemplar cómo Brasil sigue sus pasos y se hunde también. Puesto que para numerosas empresas españolas las inversiones en Brasil son tan importantes –por no decir más– que las inversiones en Argentina, resulta evidente que España tiene un interés especial en cualquier diplomacia que ayude a salvaguardar el escenario brasileño. Casi el 6% de todos los ingresos netos estimados de 2002 correspondientes a la totalidad de las sociedades españolas que cotizan en Bolsa proceden de Brasil, a diferencia de menos del 4% procedente de Argentina. En efecto, para algunas de las empresas españolas más importantes, como el Banco Santander Central Hispano y Telefónica, entre un tercio y un quinto por ciento de sus ingresos netos proceden de Brasil. Por otro lado, la probabilidad de que la situación brasileña se desintegre de un modo similar a lo ocurrido en Argentina sigue siendo reducida, y cada vez son más las perspectivas de que incluso una victoria de Lula no hundiría a Brasil en un lodazal como el argentino. Por consiguiente, la postura prudente que deberían adoptar las empresas españolas consistiría en evitar cambios destacados en su estrategia que dieran la impresión de incluir una retirada de Brasil –aunque ésta fuera parcial–, en especial dado que en la actual situación dicha medida desataría el pánico en los mercados.

En segundo lugar, en el caso de producirse un incumplimiento por parte de Brasil –independientemente de que dicho incumplimiento fuera el resultado real de una dinámica especulativa en los mercados, cuyas propias características la hicieran convertirse en realidad, o simplemente se percibiera como tal– no resultaría fácil predecir las repercusiones que tendría en las políticas económicas y financieras de otros países de mercados emergentes. No obstante, puesto que ésta sería la segunda crisis importante de mercados emergentes para Brasil en menos de unos pocos años, tras la implementación de significativas mejoras en la gestión económica y una reforma estructural –y haciendo un hueco para la debacle argentina–, sería fácil que muchos países de mercados emergentes, incluyendo tanto a las élites responsables de su formulación de políticas como a los electorados, se empezaran a cuestionar cuál es su postura y qué papel desempeñan en la totalidad del proyecto de la globalización.

El Real Instituto Elcano de Estudios Internacionales y Estratégicos es una fundación privada e independiente cuya tarea es servir de foro de análisis y discusión sobre la actualidad internacional, y muy particularmente sobre las relaciones internacionales de España. El Real Instituto Elcano no comparte necesariamente las opiniones manifestadas en los documentos firmados por sus analistas o colaboradores y difundidos en su página web o en cualquier otra publicación.

© Fundación Real Instituto Elcano 2011

Subir ▲