

Brasil: una cuestión de confianza

.....
SUBDIRECCIÓN GENERAL DE ESTUDIOS
DEL SECTOR EXTERIOR
.....

La evolución reciente de la economía brasileña ha venido caracterizada por una ralentización de la actividad económica y una tensión a la baja en el tipo de cambio del real respecto al dólar. Por otro lado, el elevado montante de la deuda pública y de la deuda externa en un contexto marcado por el aumento de la incertidumbre y de la volatilidad financiera, propio de un período pre-electoral, ha llevado a varios analistas a señalar la posibilidad de que se produzca un impago de la deuda brasileña, incrementándose el diferencial de ésta respecto al bono estadounidense.

Ante este escenario, las agencias de calificación crediticia han revisado a la baja el rating de los activos brasileños y se ha producido un deterioro del indicador de riesgo soberano, que ha recuperado los valores existentes antes de la crisis de 1999.

Es decir, se sostiene que existe la posibilidad de que se produzca una crisis económica y financiera en Brasil, de la misma forma que está ocurriendo en Argentina, lo que, sin duda, podría tener efectos negativos sobre la región latinoamericana, así como sobre un gran número de economías emergentes. El principal argumento que subyace a esta afirmación es que la deuda es excesivamente elevada y que un cambio de gobierno podría transformar el esquema de política económica y provocar una falta de sostenibilidad de la deuda.

Sin embargo, la comparación de los fundamentos macroeconómicos de Brasil con los de Argentina pone de relieve las marcadas diferencias que existen entre los dos países. Por otra parte, las medidas de política económica aplicadas en Brasil han hecho posible el cumplimiento

de las obligaciones de pago y el mantenimiento de la confianza de los inversores internacionales. Finalmente, la sostenibilidad a largo plazo del endeudamiento de Brasil dependerá, en gran medida, del esquema de política económica que se aplique en el futuro y del mantenimiento de la confianza de los inversores internacionales.

A lo largo de este artículo se sintetizarán las causas de la desfavorable coyuntura que atraviesa Brasil así como los factores que pueden evitar que ésta desemboque en una crisis que tendría efectos perjudiciales sobre la región latinoamericana y sobre las empresas y entidades financieras que hayan invertido en Brasil.



EN PORTADA

Una situación delicada

Tal y como se ha indicado con anterioridad, la economía brasileña se encuentra en una fase de ralentización económica acompañada de una depreciación de su moneda, el real, y de una deuda pública elevada, lo que, unido a la celebración de elecciones presidenciales en octubre de 2002, ha generado altas dosis de incertidumbre. A continuación, se van a analizar las causas y los efectos de esta evolución que, de mantenerse, podría provocar una crisis económica de una magnitud considerable.

Así, por lo que respecta a la actividad económica, en el Cuadro 1 se recogen los principales indicadores macroeconómicos de Brasil en el que se puede observar que, tras el crecimiento registrado en 2000, la economía brasileña comenzó a desacelerarse a lo largo del año 2001 y ha registrado tasas de crecimiento negativas en el primer trimestre de 2002.

CUADRO 1 PRINCIPALES INDICADORES MACROECONOMICOS DE BRASIL (Tasas de variación interanual, salvo indicación en contrario)							
	1997	1998	1999	2000	2001	2002	Fecha último dato
PIB	3,3	0,1	0,8	4,4	1,5	-0,7	I trimestre 2002
Consumo	2,9	0,0	0,3	3,2	0,5	nd	
Inversión	9,3	-0,3	-7,3	4,5	1,7	nd	
Agricultura	-0,8	1,9	7,4	3,0	5,1	4,9	I trimestre 2002
Industria	4,7	-1,5	-1,6	5,0	-0,6	-2,8	I trimestre 2002
Servicios	2,6	1,1	1,9	3,9	2,5	2,2	I trimestre 2002
Tasa de desempleo (% población activa)	4,8	6,3	6,3	4,8	5,6	7,6	abril 2002
Inflación medida por el IPC	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	7,8	mayo 2002
Saldo presupuestario (% PIB)	-6,1	-7,9	-10,0	-4,5	-5,2	-3,2	abril 2002
Saldo primario (% PIB)	-1,0	0,0	2,2	3,5	3,7	3,5	

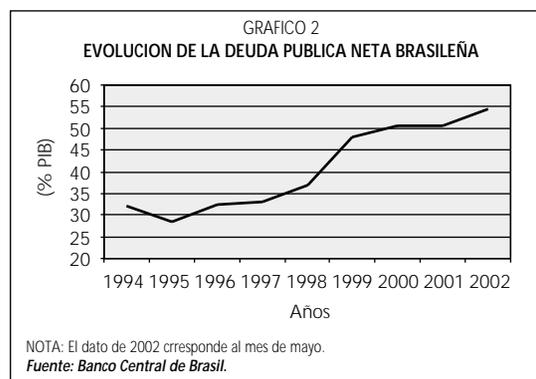
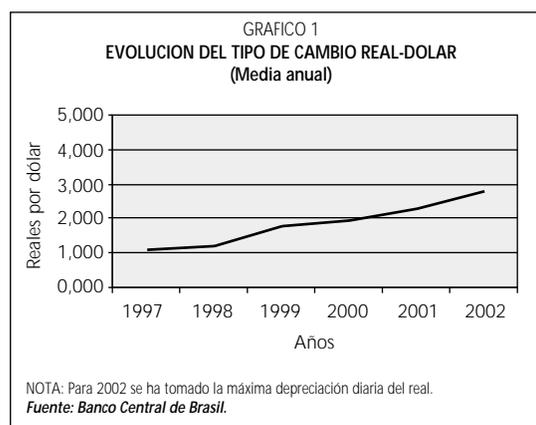
Fuente: Banco Central de Brasil y FMI.

Las causas de este cambio de tendencia son la crisis económica en Argentina, donde se dirigen más del 10 por 100 de las exportaciones totales de Brasil, el estancamiento en los países desarrollados a finales de 2001, la aparición de limitaciones en el abastecimiento de energía durante algunos meses del año 2001 y los aumentos en los tipos de interés, buscando compensar la tensión a la baja del tipo de cambio del real y evitar la aceleración de la inflación.

Por otra parte, las mayores caídas se han producido en la inversión y en la industria y la desaceleración está teniendo elevados costes en términos de desempleo, lo que puede redundar en una flexión a la baja del consumo privado.

En cuanto a la pérdida de valor del real, en el Gráfico 1 se observa la abrupta caída que ha experimentado la cotización de esta moneda desde 1999. Efectivamente, en junio de 2002 el real alcanzó su tipo de cambio más bajo respecto al dólar (2,8 reales por dólar) desde su creación en 1994. La búsqueda de factores concretos en la explicación de esta evolución resulta comprometido, pues existen muchas cuestiones que están detrás del comportamiento del tipo de cambio, pero un aspecto fundamental a la hora de analizar la evolución seguida por el valor de una moneda es la percepción que los inversores tienen de ella. Así, el elevado montante de deuda pública y los posibles efectos de la crisis de Argentina sobre la región latinoamericana han actuado como desincentivo a la adquisición de activos denominados en reales ejerciendo una presión a la baja en el tipo de cambio y obligando a las autoridades económicas brasileñas a incrementar los tipos de interés de emisión de los títulos.

Entre los efectos de la depreciación del real se

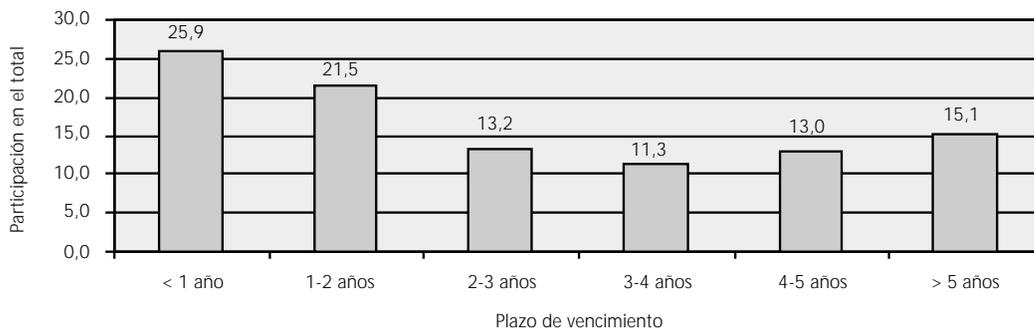


pueden mencionar los siguientes; en primer lugar, desde el punto de vista comercial, las exportaciones se abaratan y las importaciones se encarecen, por lo que el efecto sobre la balanza comercial sería incierto. En el caso de Brasil, la menor demanda interna ha tirado a la baja de las importaciones provocando un superávit comercial. En segundo lugar, desde una perspectiva monetaria la intervención para mantener el tipo de cambio del real ha reducido las reservas brutas en poder del banco central, tal como aparece recogido en el Cuadro 2. Por añadidura, las reservas netas también se han reducido pues Brasil ha tenido que



EN PORTADA

GRAFICO 1
ESTRUCTURA DE VENCIMIENTO DE LOS TITULOS FEDERALES EN ABRIL DE 2002



Fuente: Banco Central de Brasil.

CUADRO 2
BRASIL: RESERVAS OFICIALES BRUTAS
(Millardos de dólares)

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
60,1	51,7	44,0	35,7	33,0	35,8	32,8

Fuente: Banco Central de Brasil.

Nota: El dato de 2002 corresponde al mes de mayo.

CUADRO 3
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DE BRASIL EN JUNIO DE 2002
(Millones de dólares)

Deuda interna en reales.....	240.000
Indiciada al tipo de interés.....	129.000
Indiciada al tipo de cambio real / \$.....	66.000
A tipo fijo y otras.....	45.000
Deuda externa.....	102.100
Eurobonos.....	54.000
Préstamos bilaterales.....	5.900
Préstamos multilaterales.....	31.200
Resto.....	11.000
Total deuda pública.....	342.100

Fuente: Banco Central de Brasil.

hacer uso de las facilidades de crédito del Fondo Monetario Internacional (FMI). Finalmente, en el apartado financiero, la pérdida de valor del real ha incrementado el peso de la deuda pública por dos vías; por un lado, ejerciendo una presión al alza sobre los tipos de interés y, por otro, aumentando el coste efectivo de la deuda indiciada a la evolución del tipo de cambio real/dólar.

Por último, por lo que respecta a la evolución de la deuda pública, en el Gráfico 2 se puede observar cómo ésta representaba el 29 por 100 del PIB en 1995 alcanzando aproximadamente el 55 por 100 del PIB en mayo 2002.

Este imparable aumento de la deuda pública se explica por la necesidad de contar con recursos para la defensa del tipo de cambio del real, por las pérdidas acumuladas por las empresas públicas, por la deuda heredada de anteriores gobiernos, por el notable incremento del gasto público en las provincias y Estados federales y por la existencia de unos tipos de interés muy elevados, que hicieron que el pago de los intereses ascendiera al 9 por 100 del PIB a finales de 2001.

Por lo que respecta a la composición de la deuda pública, existen dos aspectos preocupantes: la existencia de un porcentaje cada vez mayor de deuda denominada en moneda extranjera o ligada a los tipos de interés y al tipo de cambio y el

mantenimiento de un perfil de vencimiento a corto plazo lo que, con unos altos tipos de interés, eleva el coste de la financiación.

Así, en el Cuadro 3 se presenta la composición de la deuda pública de Brasil en el que se puede observar que de los 342,1 millardos de dólares de deuda pública, 102,1 millardos se encuentran denominados en moneda extranjera. Por otro lado, el 81,2 por 100 de la deuda pública interna se encuentra indiciada respecto al tipo de interés o al tipo de cambio lo que introduce cierta inestabilidad en el coste de financiación.

En cuanto al perfil temporal de la deuda, en el Gráfico 3 se observa que el 25,9 por 100 de los títulos tienen un vencimiento anterior a abril del año 2003, lo que ha obligado al Gobierno a recomprar y a canjear estos títulos buscando anticipar el pago, como veremos.

La confluencia de los factores mencionados hasta ahora junto con una convocatoria de elecciones generales en las que el líder del Partido de los Trabajadores, Luis Ignacio da Silva, figura en primera posición en los sondeos ha provocado un deterioro de las expectativas de los inversores



EN PORTADA

internacionales y de la calificación crediticia de la deuda brasileña.

Así, la consideración de un posible impago de la deuda, a pesar de que no haya sido mencionado por da Silva, ha incrementado la prima de riesgo-país de Brasil desde 6,98 puntos básicos en marzo de 2001 hasta 17 puntos básicos en el momento de escribir estas líneas, lo que sitúa a este país en la segunda economía más inestable tras Argentina y por delante de Nigeria. Por otro lado, la agencia de calificación crediticia Moody's ha declarado que Brasil ha pasado de una situación estable a una situación negativa, por debajo de países como Chile, México, Colombia o Perú.

En este contexto, se argumenta que Brasil ha entrado en un círculo vicioso en el que la deuda va perdiendo valor y se incrementa la demanda de dólares lo cual ejerce una presión a la baja sobre el tipo de cambio y, por tanto, sobre el valor de la deuda.

Por ello, hay autores que señalan que el impago es inminente dado que Brasil presenta las mismas condiciones económicas que Argentina en diciembre de 2001 con un elevado endeudamiento. Por añadidura, las autoridades económicas brasileñas se enfrentan a un dilema, pues si aplican políticas expansivas para relanzar la actividad económica puede acelerarse el crecimiento de los precios y tirar a la baja de los tipos de interés y del tipo de cambio, lo que redundaría en un incremento del peso de la deuda.

Sin embargo, la comparación de la deuda brasileña con la argentina muestra las diferencias considerables que existen, pues mientras la primera se encuentra en su mayor parte denominada en reales y en poder de residentes, la deuda argentina estaba emitida en dólares y pertenecía a no residentes, siendo el coste de financiación y la volatilidad del mismo mucho mayores. Por añadidura, tal y como veremos a continuación, los fundamentos macroeconómicos de Brasil son notablemente sólidos lo que ha permitido evitar la aparición de una crisis económica.

¿Cómo se ha evitado la crisis?

Las características estructurales y las medidas de política económica aplicadas por las autoridades económicas brasileñas han actuado como

mecanismo compensador de la desfavorable coyuntura económica que atraviesa este país.

Así, en el apartado estructural la aplicación de políticas de liberalización y de privatización acompañadas de la creación de instituciones de defensa de la competencia ha permitido que se produzca un cambio gradual en la especialización productiva hacia sectores con mayor contenido tecnológico. Por otra parte, el destino geográfico de las exportaciones se encuentra bastante diversificado lo que reduce la posibilidad de contagio de la crisis argentina. Finalmente, las medidas de política económica aplicadas hasta el momento y la gestión de la deuda pública han permitido evitar la aparición de una fuga de capitales.

Por lo que se refiere a los vínculos comerciales de Brasil, éstos presentan un grado de diversificación lo suficientemente elevado como para evitar un posible contagio de la crisis argentina. Así, el principal mercado de las exportaciones de Brasil en 2000 fue la Unión Europea, que representó el 28,6 por 100 del total de las ventas, seguido de Estados Unidos, con un 22,6 por 100. La región latinoamericana supuso el 22 por 100 del total de exportaciones y, más concretamente, Argentina recibió el 11 por 100 de las ventas brasileñas. Sin embargo, si se realiza un análisis sectorial de las exportaciones a Argentina se observa que hay un reducido número de sectores que se están viendo especialmente afectados, entre los que destacan componentes de automóvil y material de transporte, productos químicos y productos siderúrgicos.

Es decir, desde el punto de vista estrictamente comercial, el riesgo de contagio es reducido pues la base exportadora de Brasil está bastante diversificada. No obstante, desde un punto de vista sectorial el efecto se concentra en pocos sectores y, además, el riesgo de contagio procede más de la posibilidad de que los inversores internacionales opten por no otorgar más financiación como resultado de una pérdida de confianza en la sostenibilidad del crecimiento de este país.

Una de las cuestiones que ha logrado mantener la confianza hasta ahora es la aplicación de medidas de política económica y una política de financiación de la deuda pública que ha permitido que Brasil siga sin presentar problemas de pago de su deuda externa.



EN PORTADA

Así, por lo que respecta a las medidas de política económica, el mantenimiento del tipo de intervención, el Selic, en el 18,6 por 100 y el aumento del coeficiente de reservas de los bancos comerciales por los depósitos a plazo del 15 al 20 por 100 ha drenado liquidez del sistema, limitando la posibilidad de adquisición de dólares. Un efecto colateral de este esquema de política monetaria ha sido el aumento del pago de intereses de la deuda.

Por lo que respecta a la política fiscal, las autoridades económicas se han comprometido a incrementar el objetivo de superávit primario del 3,5 por 100 del PIB actual al 3,75 por 100 del PIB, lo cual puede tener efectos beneficiosos sobre la financiación de la deuda.

Finalmente, la política de gestión de la deuda pública ha sido un instrumento básico para mantener la confianza de los inversores extranjeros. Así, en primer lugar, los títulos de deuda interna se han vinculado a la evolución del tipo de interés y del tipo de cambio para promover su adquisición. Este hecho ha motivado la firma de contratos de venta de dólares con pacto de recompra, buscando man-

tener la cotización del real. En segundo lugar, la deuda que vence en los primeros meses de 2003 se ha recomprado o se ha canjeado por títulos con vencimiento anterior a octubre de 2002. Por último, las autoridades económicas brasileñas han solicitado al FMI la posibilidad de reducir el umbral mínimo de reservas del banco central para mantener el tipo de cambio del real.

Conclusión

En definitiva, la desfavorable coyuntura macroeconómica que atraviesa Brasil se ha visto acompañada de un período de incertidumbre asociado al proceso electoral que comienza en octubre de 2001 y a la posibilidad de contagio de la crisis argentina. Por el momento se ha garantizado el cumplimiento de las obligaciones de pago de la deuda y Brasil tiene suficientes recursos para satisfacer el pago a corto plazo. Sin embargo, la sostenibilidad a largo plazo depende del esquema de política económica que se aplique en el futuro y de la confianza que éste ofrezca a los inversores internacionales.



EN PORTADA