

CÓMO CONSEGUIR UN NIVEL DE DEUDA SOSTENIBLE Y MEJORAR LA TASA DE CRECIMIENTO: EL EJEMPLO DEL GOBIERNO DE LULA EN BRASIL

*Guillermo de la Dehesa Romero**

Los problemas planteados por un endeudamiento excesivo, las circunstancias que lo han podido motivar, las características de esta situación en los países en desarrollo y las diferentes vías por las que pueden optar estos países para superarlos son los temas que se estudian en la primera parte de este artículo. En la segunda, la atención se centra en el caso concreto de Brasil, en las medidas adoptadas por el gobierno del Presidente Lula para reducir una deuda claramente insostenible, y en la evolución económica más reciente de dicho país.

Palabras clave: *crecimiento económico, deuda pública, deuda externa, reducción de la deuda, Brasil.*

Clasificación JEL: *F34, H63, O19, O54.*

1. Los problemas derivados de una deuda pública excesiva

Detrás de cada una de las últimas crisis financieras de los países emergentes siempre ha habido un problema de excesivo endeudamiento, con las graves consecuencias que se derivan de ello para la actividad económica. Un endeudamiento excesivo requiere mayores impuestos para poder pagar el servicio de la deuda e implica mayores tipos reales de interés, produciendo un efecto expulsión de la inversión privada,

con lo que se reduce la tasa de crecimiento a medio y largo plazo. Una vez alcanzado un nivel excesivo de endeudamiento, salir del mismo es enormemente difícil. Si realmente se hace un esfuerzo para reducirlo, hay que cortar fuertemente los gastos públicos, normalmente los de inversión, que son los más fáciles de reducir políticamente, y hay que aumentar todavía más los impuestos, en un momento en el que la tasa de crecimiento del PIB tiende a ser más baja que la potencial, con lo que la política fiscal deviene más procíclica y se tiende a producir un período de recesión. Si no se reduce a tiempo dicho exceso deudor, la única salida es una suspensión de pagos explícita o tradicional o bien implícita, es decir, a través de reducir el va-

* Presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).

lor de la deuda produciendo una elevada tasa de inflación. Sin embargo, ambas soluciones llevan consigo costes económicos y de bienestar muy elevados. Un reciente informe del FMI, incluido en su *World Economic Outlook* de septiembre de 2003, presentado en la reunión anual de Dubai, analiza con detalle estos problemas de deuda excesiva y las políticas necesarias para conseguir reducirla a niveles sostenibles a medio y largo plazo.

Lo primero que hay que discernir es cómo se ha llegado a dicha situación. Por regla general, la mayoría de las veces ha sido por aumentos retroalimentados o externos en los tipos de interés, o depreciaciones de los tipos de cambio de la moneda nacional. También han influido la recapitalización de los sistemas bancarios o la afloración de deuda contingente del sector público hasta entonces no contabilizada. Finalmente, también ha influido la política fiscal llevada a cabo por dichos países que, en tiempos de mayor crecimiento ha seguido siendo expansiva, en lugar de intentar generar superávit presupuestarios primarios, es decir, superávit sin incluir los pagos de intereses del servicio de la deuda.

Lo segundo que hay que determinar es cuándo un nivel de deuda de un determinado país emergente es excesivo. Los estudios más recientes sobre los casos de impago de la deuda demuestran que, en promedio, el nivel de deuda pública en porcentaje del PIB, era, en el año antes de la suspensión de pagos, del 50 por 100. Por regla general, los países que no han hecho frente al pago de su deuda han tenido, en promedio, una serie de características similares, además de un elevado nivel de deuda: un bajo nivel de ingresos fiscales en relación con su nivel de deuda, un elevado nivel de deuda externa en relación con la deuda pública total y un bajo nivel de base monetaria en porcentaje del PIB en relación con los países que no han suspendido pagos. El nivel medio de ingresos fiscales, en porcentaje

del PIB, de los países emergentes es del 27 por 100, frente al 44 por 100 de los países desarrollados. La volatilidad de dichos ingresos es mucho más elevada que en estos últimos. Su gasto presupuestario de los intereses de la deuda como porcentaje del PIB, un 5 por 100, es más del doble que en los desarrollados y respecto al total de gastos presupuestarios es mucho más elevado y más volátil, el 17 por 100 de media, frente al 10 por 100 de los países desarrollados. Todo ello hace que sean mucho más vulnerables a un elevado nivel de deuda.

2. Cómo lograr reducir el endeudamiento excesivo hasta un nivel sostenible

Dadas estas condiciones, lo tercero que hay que establecer es cuándo dicho nivel empieza a devenir insostenible, es decir, cuándo su nivel de *stock* de deuda pública excede el valor presente descontado de sus esperados superávit primarios futuros. Los cálculos realizados demuestran que en el caso de los países desarrollados dicho nivel medio es del 75 por 100 del PIB (sin tener en cuenta sus pasivos contingentes en pensiones y salud por el envejecimiento de sus poblaciones) y que en los países emergentes es del 25 por 100 del PIB, es decir, tres veces menor. El nivel relativo de cada país depende de varios factores: del nivel y volatilidad de sus ingresos fiscales; de su apertura exterior, medida por sus exportaciones en porcentaje de su PIB, que les permite generar mayores recursos tanto en condiciones normales como en caso de una depreciación para hacer frente al pago de su servicio de deuda externa; y de la calidad de sus instituciones políticas y fiscales, y especialmente en los procedimientos legales y constitucionales que se siguen para determinar su gasto presupuestario. Por ejemplo, los niveles de deuda sostenible tienden a ser mucho más bajos en los países emergentes de Iberoamérica que

en los de Asia debido a que estos factores son más precarios en aquellos países.

En última instancia, la tasa anual de crecimiento del país emergente es decisiva para poder reducir el nivel de deuda sostenible, ya que está siempre referenciado al PIB. Éste es un elemento que ha jugado un papel fundamental, junto con los anteriores, en el caso de dos experiencias extremas. La de Bulgaria, que ha conseguido reducir el nivel de deuda pública en porcentaje del PIB desde un 160 por 100 a principios de los años noventa a menos del 60 por 100 en 2002, o la de Argentina, que ha aumentado su nivel de deuda del 30 por 100 del PIB al 180 por 100 durante el mismo período. Hay otros casos de éxito como el de Chile que ha sido capaz de reducir su nivel de deuda pública del 54 por 100 en 1990 al 21 por 100 en 2002 o de Hungría, que lo ha reducido desde el 85 por 100 en 1995 al 6 por 100 en 2002.

Es decir, es posible, aunque difícil, conseguir una deuda sostenible si se hace el suficiente esfuerzo político y económico para conseguirlo. Basta con hacer reformas profundas en el gasto y en los ingresos públicos, en demostrar a los mercados financieros que dichas reformas de política fiscal son creíbles, en reducir los riesgos de cambios bruscos en los tipos de interés y de cambio, por ejemplo, las emisiones de deuda a corto plazo y denominadas en moneda extranjera o promoviendo una mayor apertura de la economía, con llevar a cabo otras reformas estructurales que conduzcan a una mayor tasa potencial de crecimiento y a plantearse los riesgos de los posibles gastos fiscales implícitos o contingentes. Prueba clara de dicha dificultad viene demostrada por la experiencia histórica reciente, en la que, de los 26 episodios de deuda excesiva en países emergentes, la mayoría, 19, se han saldado con la suspensión de pago de la deuda y sólo siete han logrado reducirla a niveles sostenibles, casi siempre gracias a conseguir alcanzar una

mayor tasa anual de crecimiento, derivado de las reformas que se han introducido.

La regla más básica para determinar si el nivel de deuda pública de un país es sostenible a largo plazo es que el crecimiento real anual del PIB tienda a ser superior al tipo de interés real anual *ex-post*. Si la tasa real anual de crecimiento es inferior al tipo de interés real, es decir, si el crecimiento nominal del PIB, deducida la inflación es inferior al tipo de interés nominal restada la inflación, el gobierno se verá obligado, al año siguiente, para poder estabilizar el nivel de deuda como porcentaje del PIB, a conseguir que los ingresos por recaudación de los impuestos sean superiores a los gastos públicos primarios, es decir, al gasto total sin incluir el pago de intereses de la deuda o, lo que es lo mismo, a conseguir lo que se llama un superávit primario. De incumplirse dicha regla y no conseguirse un adecuado superávit primario, el peso porcentual de la deuda en relación con el PIB aumentará cada año y llegará un momento en que será insostenible, ya que los aumentos de recaudación tienen un límite de rechazo social. La misma regla se aplica, lógicamente, a las empresas privadas, en las que en lugar del crecimiento real del PIB, hay que utilizar el crecimiento real de sus beneficios brutos, con la desventaja añadida de que éstas no tienen la capacidad legal, como tienen los gobiernos, para conseguir aumentar sus ingresos fiscales, al menos temporalmente, mediante la introducción de nuevos impuestos o el aumento de las bases o los tipos impositivos de los impuestos actuales, sino que sólo pueden conseguirlo reduciendo gastos, aumentando ingresos o ambas cosas a la vez.

La misma regla se aplica también a la deuda externa pero con dos factores condicionantes añadidos, la evolución del tipo de cambio y la capacidad de generación de divisas. El crecimiento real del PIB debe de ser superior al coste real de la deuda, que en este caso viene reflejado por el tipo de interés internacional

más la prima de riesgo del país en cuestión, deflactados por el tipo de cambio efectivo con las divisas en que está denominada la deuda. De no cumplirse esta regla, el país necesita generar, además, un superávit primario en su balanza de pagos, es decir, tiene que conseguir, bien por mayores exportaciones de bienes y servicios o por mayores entradas autónomas de capital, una generación de reservas en divisas suficiente para hacer frente al mayor coste de su deuda externa. De no conseguirlo, la deuda externa representará cada año un porcentaje superior de su PIB y de sus ingresos en divisas, hasta llegar a una situación insostenible.

Brasil no había conseguido, en los últimos cinco años, cumplir ninguna de las dos reglas. Por un lado, el crecimiento real ha sido del 0,2 por 100 en 1998, del 0,8 por 100 en 1999, del 4,2 por 100 en 2000, y del 1,5 por 100 en 2001 y 2002, tasas muy inferiores a las de los tipos reales de interés en los cinco años, medidos por la tasa del Selic restada la de inflación, que habían sido, respectivamente, del 12 por 100 en 1998, del 10,1 por 100 en 1999, del 9,2 por 100 en 2000, del 12,3 por 100 en 2001 y de 12,5 por 100 en 2002. Por otro lado, dada la fuerte devaluación del real frente al dólar, y al resto de las divisas en que tiene denominada su deuda que, en el primer caso, ha pasado de 1,20 reales por dólar en 1998, a 3,53 reales por dólar en 2002, y el fuerte aumento de la prima de riesgo país, medido por los diferenciales entre el rendimiento de la deuda brasileña y el de los bonos del Tesoro de EE UU, el aumento anual del coste real de la deuda externa ha sido muy superior al del crecimiento real de su PIB. De ahí que la deuda pública bruta haya aumentado, desde el 59 por 100 del PIB, en 1998, al 80 por 100 del PIB, en 2002, y que la deuda externa bruta (pública y privada) haya aumentado su peso en el PIB desde un 30,7 por 100 en 1998, hasta un 50 por 100 en 2002. Sin embargo, dicho aumento tan ele-

vado de la deuda se debe también a otras razones: la ausencia de superávit primarios en algunos años anteriores, la decisión de asumir y consolidar la deuda de los Estados y de los bancos públicos de dichos Estados, y, finalmente, los efectos de balance derivados de la decisión de contabilizar a precios de mercado la deuda indexada al dólar.

3. El caso de Brasil

La holgada victoria de Lula en las elecciones presidenciales planteaba la incógnita de si su nuevo gobierno iba a ser capaz de cambiar esta tendencia, tan preocupante y tan consolidada, hacia la imposible sostenibilidad de su deuda pública interna y de su deuda externa, dado su elevado volumen relativo al tamaño del PIB. La dificultad de conseguirlo era muy grande, ya que según los economistas expertos en análisis de deuda, sólo podría superarse la extrema situación con un crecimiento real del 4 por 100, en lugar del 1,5 por 100 de 2002, un tipo de interés real del 8 por 100, en lugar del 12,5 por 100 del pasado diciembre, y un superávit primario superior al 4 por 100 del PIB, en lugar del 3,75 por 100 pactado con el FMI y una apreciación del real que había caído a más de 3,50 reales por dólar. Es decir, mayor tasa de crecimiento, menores tipos de interés, mayor superávit primario y una rápida apreciación.

El gobierno de Lula tenía cuatro formas posibles y alternativas para intentar reducir una deuda que se encontraba en una situación claramente insostenible. La primera era reducirla a través de provocar una mayor inflación no anticipada, lo que equivale a un impuesto, de ahí que se le llame «impuesto inflacionario», ya que reduce su valor real y que, al mismo tiempo, reduce los tipos reales de interés y aumenta los ingresos fiscales, si se mantienen los tipos impositivos constantes. Sin embargo, de esta forma, se puede lle-

gar rápidamente a una situación de hiperinflación, lo que generaría un aumento de la pobreza, una, todavía mayor, desigualdad de la renta, ya actualmente elevada, y una fuerte devaluación de la moneda, lo que haría que la deuda externa llegase a ser de nuevo insostenible. La segunda era aumentar los impuestos fuertemente, para hacer frente a los mayores pagos del servicio de la deuda, pero a cambio de reducir la capacidad adquisitiva de los consumidores y la capacidad inversora de las empresas, provocando una recesión, al menos temporalmente, con un menor crecimiento real del PIB y de la inflación, que podría no reflejarse inmediatamente en una caída de los tipos de interés, con lo que, además de haber un rechazo social al pago de los impuestos, la regla continuaría sin cumplirse. La tercera era la más usual en estos casos, es decir, suspendiendo pagos y reestructurando la deuda. La cuarta y última era ganándose la confianza y credibilidad de los inversores y de los agentes económicos, en general, a través de unas políticas monetaria, fiscal y de reformas estructurales tendentes a reducir los gastos públicos, aumentar los ingresos y a dar mayor autonomía al Banco Central, que permitan que se reduzca la inflación y, por tanto, los tipos de interés nominales, que se reduzca el coste real de la deuda y que dichas políticas puedan reducir las probabilidades de una suspensión de pagos y aumentar la inversión y el crecimiento.

Los distintos analistas económicos barajaban entonces, como más probables, las opciones primera y tercera, con lo que los tipos de interés domésticos llegaron a superar el 25 por 100 y los diferenciales de rendimiento de la deuda brasileña respecto a los de los bonos del Tesoro de EE UU, en los mercados secundarios aumentaron hasta llegar a casi 24 puntos porcentuales.

Sin embargo, el gobierno del Presidente Lula ha sorprendido a todos y no sólo ha elegido la opción

cuarta, que es la más ortodoxa y más difícil, pero también más segura para arreglar el problema, sino que también está aplicándola con todo rigor y con una celeridad superior a la esperada.

Las consecuencias de su valiente y arriesgada apuesta se han dejado notar inmediatamente. En primer lugar ha habido una fuerte caída de los diferenciales del coste de la deuda respecto a los bonos del Tesoro de EE UU, que ya han caído desde el 23 por 100 al 6,5 por 100 y que continúan cayendo en el último trimestre de 2003. En segundo lugar, una apreciación del real del 25 por 100 respecto al tipo de cambio de septiembre de 2002, que podría terminar este año, según algunos analistas expertos, en niveles cercanos a 2,8 reales por dólar. En tercer lugar, una fuerte reducción paulatina de la inflación que ya se sitúa en el 8 por 100 frente al 12,4 por 100 de hace sólo 12 meses y que se espera que termine ligeramente por debajo del 8 por 100 a finales de 2003 y que alcance el 6,5 por 100 en 2004. En cuarto lugar, una rápida reducción de las tasas del Selic, que ya se sitúan hoy en el 19,6 por 100, y que se espera que alcancen el 17 por 100 a final de 2003 y el 15 por 100 a finales de 2004, con lo que los tipos reales de interés a corto plazo habrían caído, a final de 2004, al 8,5 por 100 frente al 12,5 por 100 de 2002. En quinto lugar, una creciente reducción del déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos, que ha mejorado un 19,4 por 100 en los últimos 12 meses y que arroja ya un superávit del 2,4 por 100 del PIB.

En sexto lugar, una fuerte reducción del déficit presupuestario, que aunque todavía es del 5,4 por 100 del PIB, ha mejorado en 1,3 puntos porcentuales del PIB en los últimos 12 meses y se espera que alcance el 5 por 100 del PIB en 2003 y el 4,35 por 100 en 2004. En séptimo lugar, un mayor superávit primario que se sitúa ya en el 4,4 por 100 del PIB, superior al esperado y al comprometido con el FMI, que es del 3,75 por 100, y con una mejora en los últimos 12 meses de un punto

porcentual del PIB; este superávit se mantendrá al mismo nivel en 2004. En octavo lugar, como consecuencia de la apreciación del real y de la caída del riesgo país, el *stock* de deuda externa se está reduciendo y se espera que alcance el 50 por 100 del PIB a finales de 2003 y el 46,1 por 100 a finales de 2004. Asimismo, como consecuencia de la rebaja de tipos de interés y de la mejora de los diferenciales del coste de la deuda, el *stock* de deuda pública se está reduciendo y se espera que caiga al 73 por 100 del PIB a finales de 2003 y al 71 por 100 del PIB a finales de 2004. Finalmente, la tasa de crecimiento está recuperándose de un 1,1 por 100 previsto en 2003, a un 3,5 por 100 en 2004.

En definitiva, se está ya muy cerca de poder cumplir o superar los requisitos necesarios, de acuerdo con los cálculos del FMI y de los analistas más expertos, para que pueda conseguirse un nivel de deuda pública y deuda externa sostenibles a medio plazo. A finales de 2004, la tasa de crecimiento superará el 3,5 por 100, el tipo de interés real será cercano al 8 por 100, el servicio de la deuda se situará en el 50 por 100 de las exportaciones de bienes y servicios y las amortizaciones en el 0,8 por 100 de las reservas de divisas que alcanzarán más de 44.000 millones de dólares; finalmente, el superávit primario será superior en 0,5 puntos porcentuales al 3,75 por 100 del PIB establecido por el FMI.

4. Las reformas estructurales

La clave de este importante éxito macroeconómico se debe, en primer lugar, a la rapidez y determinación con la que se está logrando la aprobación de la reforma de la seguridad social, la del sistema impositivo, la de la ley de quiebras y la independencia o autonomía del Banco Central.

La reforma de la seguridad social es absolutamente necesaria para reducir el gasto presupuestario y ha-

cerla más equitativa. La totalidad del déficit de la seguridad social, que este año alcanzará el 5,1 por 100 del PIB, está causado por el pago de prestaciones altísimas a los 3,2 millones de funcionarios jubilados del sector público. El sistema separado de seguridad social, para los 18 millones de jubilados del sector privado (el INSS) arroja un déficit del 2,1 por 100 del PIB y sus mayores desembolsos se destinan a pagar unas bajísimas prestaciones a los millones de trabajadores agrícolas jubilados. Es decir, hay una descompensación enorme entre las elevadas prestaciones de jubilación que perciben una relativamente pequeña élite de funcionarios privilegiados, muchos de ellos nombrados a dedo y que no pueden ser despedidos, y las bajas pensiones que percibe la gran mayoría de los trabajadores del sector privado. La reforma va a reducir el déficit ligeramente, del 5,4 por 100 del PIB en 2003 al 5,1 por 100 en 2004, y se estima en reducirlo al 4,5 por 100 del PIB en 2006 y al 3,15 por 100 en 2010, hasta llegar a arrojar un superávit en 25 años. No es mucho, pero representa un cambio de tendencia muy importante para reducir el déficit en el futuro.

Las principales características de dicha reforma, que necesita de una enmienda constitucional al afectar a derechos adquiridos, que ya ha sido aprobada por el Congreso, con antelación a lo previsto, y que ya está siendo estudiada en el Senado, son las siguientes: En primer lugar, los nuevos jubilados del sector público, a partir de la entrada en vigor de la reforma, verán recortadas sus prestaciones de jubilación radicalmente e igualadas a las del sistema del sector privado. A corto plazo, el impacto será ligeramente negativo, ya que los ahorros se conseguirán paulatinamente y los ingresos se reducirán ya que los funcionarios pagarán menores contribuciones. En segundo lugar, se aumenta en cinco años la edad mínima para que los funcionarios puedan jubilarse, desde la actual de 50 años para las mujeres y de 55 años para los hombres. Aun-

que los nuevos límites no son obligatorios, por cada año que se jubilen antes de dicho mínimo de edad, la prestación se reducirá un 5 por 100. En tercer lugar, se impone una nueva tasa del 11 por 100 a los funcionarios jubilados que perciban pensiones superiores a 330 dólares mensuales. En cuarto lugar, se introduce la llamada proporcionalidad, que consiste en que los funcionarios que también han contribuido al sistema privado de pensiones recibirán una pensión pública prorrateada en lugar del último salario percibido. En quinto lugar, todos los sueldos, salarios y pensiones del sector público no podrán nunca exceder el nivel del de los magistrados del Supremo, que actualmente es de unos 5.725 dólares por mes. En sexto lugar, se aumenta el actual límite a las pensiones máximas del sistema privado (INSS) de unos 490 dólares por mes a unos 750 dólares, aumentándose proporcionalmente sus contribuciones. Finalmente, se refuerza el actual sistema individual y complementario de pensiones privado de capitalización, que sus gestores privados invierten en los mercados financieros y que en la actualidad tiene activos por valor de 64.000 millones de dólares. Se ha descartado, desde un principio, el intentar crear un nuevo sistema de capitalización a la chilena ya que el coste de transición a dicho sistema se ha calculado entre el 188 por 100 y el 255 por 100 del PIB, lo que resulta totalmente imposible dado el nivel tan elevado de deuda existente.

La reforma impositiva, que está ya aprobada por el Congreso y se encuentra también en el Senado, es asimismo absolutamente necesaria. La presión fiscal ha crecido en Brasil desde un 29 por 100 en 1996 a un 36 por 100 en 2002, nivel cercano al de España y el más elevado de toda Iberoamérica. Dicha presión fiscal está muy mal repartida entre la población y los tipos impositivos son muy elevados mientras que la recaudación es muy ineficiente y parcialmente corrupta. Unos impuestos elevados y una Administración inefi-

ciente son las dos características principales, junto con la corrupción, la excesiva regulación y la baja productividad del sector público, del llamado «Custo Brasil», es decir, del coste añadido de hacer negocios en dicho país, que afecta negativamente a su crecimiento. El otro factor importante de dicho «Custo» es, naturalmente, el brutal coste del dinero y del crédito, que también deriva del altísimo nivel de deuda en circulación. El objetivo de la reforma es reducir poco a poco dicho nivel, ya que es necesario para hacer frente al superávit primario del 4,4 por 100, hasta el 34 por 100 después de su puesta en práctica y cambiar su composición, aumentando más los impuestos locales y los de los Estados, para incrementar su corresponsabilidad tributaria y reducir las transferencias del Gobierno Federal.

Asimismo se homogeneizarán los impuestos de los Estados, con lo que se anularán las competencias y distorsiones entre ellos. El impuesto sobre el valor añadido, el ICMS, tiene en la actualidad más de 27 normas estatutarias y diferentes normativas según el Estado, provocando una carga burocrática en las empresas que se localizan o venden en todos los Estados. Por otro lado, hacer el sistema impositivo mucho más simple, reduciendo el número de impuestos a recaudar y aumentando su eficacia recaudatoria. El ICMS se simplifica al reducir de 44 a sólo 5 sus actuales modalidades, eximiendo de la carga fiscal los alimentos básicos y las medicinas y se homogeneiza su aplicación en los distintos listados. El impuesto temporal sobre las transacciones financieras (CPMF) que carga un 0,38 por 100 a todas las transacciones, desde los cheques y transferencias hasta la compraventa de títulos y que representa un 3 por 100 del total de la recaudación Federal y de los Estados, pasa a ser permanente, por su facilidad de recaudación. La participación de los Estados en la recaudación de los ingresos fiscales del Estado Federal se mantendrá en el 20

por 100 hasta 2007, pero con una tendencia a aumentarlos paulatinamente. El primer aumento de dicha participación, hasta el 25 por 100, se aplicará a los impuestos sobre los combustibles. Asimismo, se aminorarán los efectos en cascada de los impuestos sobre el consumo y se reducirán los tipos de los impuestos a la exportación. Asimismo, se intenta lograr un sistema fiscal más equitativo, reduciendo la evasión de los que más ganan, introduciendo una mayor progresividad en los impuestos directos y desarrollando un fondo de desarrollo para las zonas más retrasadas del país. Este Fondo de Desarrollo Nacional se destinará a compensar, al menos temporalmente, a las empresas y a los Estados por las pérdidas de ingresos que se deriven de la reforma y se nutrirá de un impuesto del 2 por 100 sobre determinados productos y una ligera participación en el impuesto sobre la renta. Es decir, la presión fiscal se reducirá lentamente, aminorando los tipos impositivos a costa de aumentar el número de contribuyentes y, por tanto, las bases imponibles, así como de aumentar la recaudación de los que no pagan. Finalmente, se intenta que la política fiscal sea más anticíclica, logrando superávits presupuestarios en los años de mayor nivel de crecimiento para poder aumentar los gastos en los años de bajo crecimiento o de recesión.

La reforma de la Ley de Quiebras es también muy importante y necesaria para desarrollar el mercado de créditos. El crédito bancario sólo representa el 23 por 100 del PIB, frente al 68 por 100 de Chile o el 102 por 100 de Corea, y ello a pesar de que el sistema bancario brasileño es muy sólido y solvente y tiene un tamaño adecuado. Sin embargo, en la actualidad los bancos concentran sus préstamos en las empresas más solventes y en la compra de automóviles. La primera razón de este bajo nivel de desarrollo del mercado de crédito reside en los elevados tipos de interés real derivados de la fuerte competencia del Estado, a

través del enorme volumen de deuda en circulación y de la elevada rentabilidad de la inversión en los títulos que emite, que hace que los bancos se inclinen por una inversión relativamente más segura y bastante rentable. La segunda razón de la existencia de un mercado de crédito casi exclusivamente limitado a las grandes empresas y a los automóviles es que, en el caso de las primeras los bancos están más seguros de poder cobrar y en el caso de los segundos la legislación actual les permite ejecutar al que no paga retomando inmediatamente la propiedad del automóvil. Esto no ocurre ni con los préstamos hipotecarios, puesto que las viviendas de los deudores no se pueden ejecutar, ni con otros préstamos para la compra de bienes de consumo duradero, ni tampoco con los préstamos a empresas. La reforma va a permitir que los bancos puedan ejecutar con rapidez las garantías ofrecidas por los prestatarios, lo que redundará en un mayor volumen de préstamos y a tipos de interés más bajos que los actuales. Ahora bien, uno de los escollos de dicha ley no ha podido resolverse todavía y es que los trabajadores de las empresas tienen una prioridad sobre el resto de los acreedores para poder recobrar los salarios impagados. Esto permite a los ejecutivos de las empresas evitar que los bancos, los suministradores y otros acreedores puedan ejecutar sus activos durante años. La ley trata de imponer un límite al volumen de salarios impagados que tienen absoluta prioridad, pero de momento no se ha conseguido por razones políticas.

Dicha ley va a ayudar, sin duda alguna a que la demanda y oferta de créditos y préstamos se desarrollen en mayor medida y aumente la inversión y la tasa de crecimiento. Ahora bien, estos mercados no se consolidarán hasta que no se reduzca el nivel de los tipos reales de interés a corto y medio plazo, sobre todo para las pequeñas y medianas empresas y para los particulares, que alcanzan tipos del doble y del cuádruple que

los interbancarios. Los tipos medios de interés de las operaciones de crédito efectuadas en 2002 fueron los siguientes: Para las personas jurídicas: los préstamos con garantía, un 77 por 100 y los de adquisiciones de bienes, un 43 por 100. Para las personas físicas: los créditos personales, un 92 por 100, la adquisición de bienes, un 81 por 100 y las de automóviles, un 56 por 100. La causa fundamental de este nivel tan desorbitado de tipos reales de interés que se ha llegado a alcanzar es la larga historia de excesivo endeudamiento y de suspensión de pagos del Estado.

Finalmente, la reforma monetaria y de autonomía del Banco Central se desarrolla con mayor lentitud, aunque es también necesaria para facilitar la formación de expectativas de inflación por parte de las empresas y consumidores. En principio, dicha lentitud no ha afectado a la autonomía actual del Banco Central, ya que, aunque depende del Ministro de Hacienda, de ipso actúa con independencia a la hora de determinar los tipos de interés para conseguir su objetivo prioritario que es la estabilidad de precios, que no tiene por qué estar reñida con el crecimiento, hecho que el Gobierno ha asumido. De todas maneras el Gobierno tiene intención de llevar al Congreso la Ley de Responsabilidad Monetaria antes del fin de 2003.

5. Un entorno económico internacional más favorable

Afortunadamente, la situación actual de la economía mundial y de los mercados financieros globales va a ayudar, en mi opinión, a aumentar notablemente las probabilidades de que esta valiente apuesta de política económica del gobierno de Lula consiga tener éxito. Por un lado, la situación de los mercados financieros es ahora muy diferente que en 1998, tras la crisis asiática, rusa y latino-americana, que estuvo a punto de producir un «riesgo sistémico global». Enton-

ces, los inversores y los gestores de fondos, aprovechando la burbuja financiera existente, conseguían unas elevadas rentabilidades invirtiendo en deuda y en acciones de grandes empresas con clasificaciones muy elevadas así como en deuda de países desarrollados de bajo riesgo y tenían una fuerte aversión al riesgo de invertir en empresas y en países en desarrollo, con lo que los tipos de interés y los diferenciales de rendimiento de la deuda de estos países alcanzaron niveles insostenibles.

Sin embargo, ahora la situación es totalmente distinta. Tras el pinchazo de la burbuja financiera, los precios de las acciones y los bonos de dichas empresas se han desplomado y los gobiernos han reducido drásticamente los tipos de interés para animar el consumo y la inversión y evitar una fuerte recesión, con lo que los inversores y los gestores han tenido que compensar la baja o negativa rentabilidad de sus carteras y fondos, invirtiendo en otros activos alternativos como los inmobiliarios o los de oro y materias primas. Pero esto no ha sido suficiente y ahora no ven otra posibilidad, a medio plazo, que la de empezar a invertir, una parte de sus carteras, en activos financieros, de mayor riesgo y rentabilidad, de aquellos países en desarrollo que muestran unas políticas económicas creíbles y predecibles. Esto hace que aumente la probabilidad de que la deuda brasileña continúe mejorando su precio durante el tiempo que dure esta situación, que puede ser de varios años.

Por otro lado, para que la economía mundial se recupere, es condición necesaria que EE UU logre reducir su creciente déficit fiscal, que ya supera el 4 por 100 del PIB, y el creciente déficit por cuenta corriente de la balanza de pagos, que alcanza ya un nivel del 6 por 100 del PIB. Para ello tiene tres opciones que pueden ser complementarias. Una es reducir su demanda interna, a través de un aumento de la tasa de ahorro de las familias, que están excesivamente

endeudadas, hasta volver a una situación de equilibrio o superávit, como ha tenido que hacer por fuerza Brasil a cambio de tener un crecimiento muy bajo durante varios años. En el caso de EE UU, tendría, además, que ser el sector privado el que sufriera la mayor parte de dicho ajuste, ya que el sector público tiene actualmente un déficit presupuestario de cerca del 4 por 100 del PIB y creciendo. Otra, menos traumática, es dejando que el dólar se vaya depreciando paulatinamente, si es necesario, con la ayuda voluntaria o forzada de una apreciación de las monedas de otros países que hasta ahora vienen interviniendo sus tipos de cambio para evitar una apreciación de su moneda y una pérdida de competitividad, para ir aumentando sus exportaciones de bienes y servicios e ir reduciendo dicho déficit externo, sin tener que reducir la demanda interna de una forma tan radical. La tercera sería una combinación de las dos primeras.

Dado que, por lo menos hasta las elecciones de noviembre de 2004, los desequilibrios fiscal y externo van a seguir aumentando, la segunda opción parece la más probable, lo que implica que el dólar debería debilitarse paulatinamente a lo largo de los próximos dos años. Esta más que probable opción permitiría que el real pueda apreciarse respecto al dólar todavía más, lo que implicaría no sólo un menor coste en reales de su deuda externa, mayoritariamente privada, o de la deuda pública indexada al dólar, sino también una menor tasa de inflación interna, lo que facilitaría una caída más rápida de los tipos de interés internos y también un menor coste de la deuda pública interna. Lógicamente, dicha apreciación va a afectar al crecimiento de las exportaciones brasileñas de bienes y servicios, pero

el efecto negativo de una menor aportación del sector exterior al crecimiento sería mucho menor que el efecto positivo que la caída de la inflación y de los tipos de interés va a tener sobre la demanda interna real y sobre el crecimiento de la economía.

6. Conclusión

El gobierno del Presidente Lula se encuentra, por lo tanto, ante una oportunidad única (salvo que la estropee un nuevo choque externo inesperado o se provoque un choque de credibilidad interno al no conseguir progresar en las reformas estructurales o en la atracción de inversión directa nacional o extranjera por no arreglar los problemas de regulación que todavía subsisten) para que, explotando la coincidencia positiva entre su política económica, valiente y creíble, y unas condiciones económicas y financieras externas favorables, pueda salir airoso de su apuesta por la ortodoxia económica que en absoluto está reñida, sino todo lo contrario, con una mejora de la injusta situación social por la que atraviesa su país, especialmente tras los duros choques externos que ha sufrido en estos últimos años. Sólo bajando el nivel de deuda, la inflación y los tipos de interés se puede empezar a mejorar la situación social del país. Naturalmente, esta medicina puede tener efectos negativos a corto plazo, como se ha podido comprobar este año con la caída del PIB y el aumento del paro en el segundo trimestre, pero son condiciones previas para una mayor tasa de crecimiento, un mayor margen de maniobra presupuestaria para el gasto y la inversión social y una mayor creación de empleo.