

LA CRISIS FINANCIERA MUNDIAL: BRASIL EN LA ENCRUCIJADA

Introducción

La reciente crisis financiera que se desatara como consecuencia de los acontecimientos en Rusia, ha reavivado los temores de una posible desestabilización del Brasil y sus consecuencias adversas sobre la Argentina y el Uruguay.

En este ENFOQUE se analiza en profundidad la situación económica de Brasil y se evalúa su capacidad para hacer frente a un nuevo ataque contra su moneda así como las perspectivas de que el Plan Real pueda culminar exitosamente.

Vulnerabilidades del Plan Real

1. Situación Fiscal

El Plan Real fue lanzado en julio de 1994 por el entonces Ministro de Hacienda y hoy Presidente, Fernando Henrique Cardoso, para abatir de manera drástica y rápida la inflación. Los resultados fueron efectivamente rápidos y drásticos: la inflación pasó de niveles superiores al 10,000% al año a niveles de un dígito en 1997. Para 1998 se espera que la inflación se ubique en un 4%.

A pesar del éxito en el frente inflacionario el Plan Real tiene vulnerabilidades. La fuente de vulnerabilidad más importante es que Brasil tiene hoy un elevado déficit fiscal, mayor al 5% de PBI por año (aproximadamente 40,000 millones de dólares). Esto implica que el Gobierno –definido ampliamente para incluir a los Estados Federales y a la Seguridad Social– gasta más que lo que obtiene por ingresos. La diferencia la financia colocando deuda pública en los mercados, es decir tomando prestado.

En las condiciones actuales esa deuda está creciendo a un ritmo muy acelerado: la deuda pública brasileña representaba más del 100% de los ingresos fiscales (35% del PBI) a fines de 1997 y de mantenerse la situación actual llegaría a 200% de los ingresos fiscales (60% del PBI) en cuatro años y más de 300% de los ingresos fiscales en ocho años, aún si tomamos en cuenta que habrá ingresos por privatizaciones que se estiman en

60,000 millones de dólares en 1998 y 1999 (ver Cuadro 1).

Esta situación es claramente insostenible e inconsistente con la política cambiaria en vigencia. Nuestra estimación es que Brasil precisa un ajuste fiscal permanente de 3%

del PBI para estabilizar su endeudamiento a los niveles actuales. La magnitud del ajuste crece con el tiempo a medida que este se posterga: si no se hiciera nada por dos años, el ajuste necesario sería de 5% del PBI.

Cuadro 1

Simulaciones Fiscales y Dinámica de la Deuda
(en % del PBI)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Déficit Primario	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Pagos de Intereses	4,2	3,5	3,6	4,1	4,6	5,1	5,8	6,5
Déficit Total	4,9	4,2	4,3	4,8	5,3	5,8	6,5	7,2
Ingresos por Privatizaciones	3,5	3,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Pública	36,3	36,9	41,4	45,7	50,9	56,6	63,0	70,0

El gobierno y el equipo económico brasileño tienen total conciencia de este problema y han actuado decididamente, a pesar de las dificultades que impone un sistema político fuertemente fragmentado, para reducir el déficit fiscal.

Las principales medidas fiscales que se han aprobado recientemente incluyen: el paquete fiscal de emergencia de noviembre de 1997 en respuesta a la crisis asiática, la reforma del sistema de seguridad social que aumentó la edad efectiva de retiro y genera ahorros en el largo plazo de alrededor de 2.5% del PBI; la reforma del servicio civil que permitirá, fundamentalmente a los Estados, reducir personal excedente; y el programa de saneamiento fiscal y reestructuración de las deudas de los Estados, que ya fue acordado con 24 de los 27 Estados y de ser aplicado en todo su rigor asegura que los Estados no volverán a ser una fuente de desequilibrios como lo fueron en el pasado.

2. Perfil de Vencimientos de la Deuda Pública

Cuando hay déficit fiscal crece el volumen de la deuda pero un problema adicional lo representa la concentración de vencimientos en el corto plazo. La deuda en títulos federales del Brasil asciende a 260,000 millones de dólares y está colocada a un plazo promedio de 8 meses. Esto implica vencimientos de aproximadamente 65,000 millones de dólares por trimestre. Es decir, cada trimestre el gobierno brasileño debe renovar 65 mil millones de dólares– un 90% de sus reservas internacionales– lo que lo hace muy vulnerable a una pérdida de confianza transitoria de los inversores en la eventualidad de que éstos no quieran renovar los títulos de deuda del gobierno.

El Real Bajo Ataque: las Crisis de México y Asia

Mientras la inconsistencia básica entre la política fiscal y cambiaria se mantenga y los ajustes necesarios se demoren, Brasil estará expuesto a ataques periódicos contra el Real ya que éstos son la forma que tienen los mercados de probar la determinación de las autoridades de tomar las medidas necesarias para que el programa sea sostenible.

Veamos pues cómo ha sido la anatomía de los ataques especulativos sufridos por Brasil durante la crisis de México (marzo 1995) y la crisis asiática (octubre 1997) y analicemos cómo reaccionaron las autoridades para defender –con éxito– el programa, para luego evaluar la viabilidad de que puedan hacerlo en igual forma.

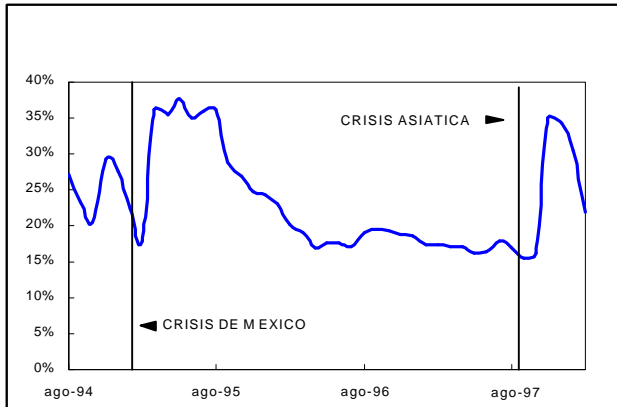
En ambas situaciones la defensa brasileña ante los ataques al Real consistió de tres elementos básicos: ventas masivas de dólares en el mercado cambiario, seguidas por drásticos aumentos en las tasas de interés (ver Gráfico 1), y por aceleración en el ritmo de las reformas. Estas medidas fueron efectivas en ambos casos ya que Brasil neutralizó el ataque contra su moneda convenciendo a los mercados de que estaba dispuesto a pagar los costos y a hacer los ajustes necesarios para mantener el Plan.

Sin embargo, la defensa del programa ha tenido sus costos. En primer lugar, en el sector real la suba de las tasas de interés interrumpió abruptamente el boom de actividad en 1995 y tendrá un efecto aún mayor actualmente ya que el programa se encuentra en su fase recesiva. En segundo lugar, tuvo también costos fiscales puesto que la deuda de corto plazo debe renovarse casi en su totalidad a tasas de interés más altas lo que aumenta los costos financieros. Finalmente, una suba pronunciada en las tasas de interés puede

debilitar al sistema financiero que debe renovar sus pasivos de corto plazo a tasas altas y tiene

Gráfico 1

Comportamiento de la Tasa Real de Interés (en %)



comprometidos créditos a tasas más bajas (este último elemento se relativiza en el caso de Brasil puesto que la mitad de los activos del sistema bancario están colocados a corto plazo en títulos de deuda pública lo que explica la flexibilidad que tiene Brasil para hacer un manejo agresivo de la tasa de interés para defender su moneda).

En conclusión...

La situación de Brasil es delicada. La inconsistencia entre la política cambiaria y fiscal y la concentración de vencimientos de la deuda pública en el corto plazo son la más importante fuente de vulnerabilidad para la estabilidad del Plan Real.

El Gobierno tiene plena conciencia de ello y ha actuado con decisión para resolverla. El paraguas normativo de reformas ya aprobado ofrece al gobierno las herramientas para eliminar la inconsistencia fiscal pero será necesaria una fuerte voluntad y consenso político para aplicarlas, lo que luce muy difícil hasta después de las elecciones. Entretanto, el mercado le ha abierto una carta de crédito al Brasil mientras éste resuelve la inconsistencia, y además, las privatizaciones le están comprando al gobierno cierto tiempo. Sin embargo, mientras la inconsistencia básica entre la política fiscal y cambiaria se mantenga y los ajustes necesarios se demoren, Brasil estará expuesto a ataques periódicos contra el Real.

Brasil está en mejor situación que en octubre del año pasado para enfrentar un nuevo ataque contra el Real por las siguientes razones: las tasas de interés han bajado a los niveles anteriores a los de la crisis de Asia lo que genera espacio para volver a subirlas; el sistema bancario no es un obstáculo para llevar adelante una política de suba de tasas de interés agresiva; algunos aspectos técnicos – relacionados con posiciones en Bonos Brady

brasileños de algunos bancos– que estuvieron detrás de la corrida de octubre de 1997 se han corregido; Brasil ha aprobado un conjunto de medidas para hacer las correcciones fiscales que encaminen definitivamente el programa.

Si Cardoso gana las elecciones existe una buena probabilidad de que se realicen los ajustes necesarios – especialmente en el terreno fiscal– para llevar a buen puerto el Plan Real. Confiamos en que se realicen a tiempo.