

¿EFECTO LULA o EFECTO ENRON? ¹

Guillermo A. Calvo*

Ernesto Talvi**

Washington, D.C., 24 de Octubre del 2002

Como si hubiesen sido coordinados por una fuerza arrolladora, la mayoría de los analistas financieros concluyeron que la abrupta suba en el EMBI+ de Brasil es el resultado de la suba de Luiz Inácio “Lula” da Silva en las encuestas de opinión después de la renuncia de Roseana Sarney el 13 de abril del 2002. Sin duda, los spreads de la deuda soberana de Brasil comenzaron a subir en Abril y se dispararon desde 800 a 2200 puntos básicos en el curso de seis meses. ¿Pura coincidencia? No parece que así sea. Lula proviene ideológicamente del centro izquierda y ha hecho declaraciones a favor de la cesación de pagos. Es verdad que últimamente se ha retractado, pero ¿porqué habrían de creerle los mercados? De esta manera, si usted cree que está presenciando el efecto Lula, la teoría y la evidencia parecen estar de su parte. ¿Efecto Lula? ¡Mire de nuevo! Como se muestra en la Grafica, últimamente los spreads de los bonos soberanos de Brasil han mostrado una gran correlación con los spreads de los bonos corporativos de alto rendimiento en los EEUU. Los spreads de ambos mercados han crecido de forma tan pronunciada que parecería que esta fuerza arrolladora los está haciendo cantar a dúo. De hecho, los spreads de los bonos corporativos de alta calidad en los EEUU también han estado creciendo fuertemente desde Abril 2002. ¿Implica esto que Lula puede doblegar al Tío Sam? Difícil de creer.

Hay una explicación alternativa: Enron *et al.* Enron reveló que las distorsiones en la información también tienen su coto de casa en los EEUU, un hecho que fue confirmado por los escándalos financieros que sacudieron a Wall Street posteriormente. Los bancos se dieron cuenta que estaban expuestos a mayores riesgos de los que habían esperado, y buscaron un puerto seguro. Los mercados emergentes acusaron el golpe, pero rápidamente, la lista de damnificados se extendió a mundo corporativo de los EEUU. Las tasas de interés para las empresas privadas de los EEUU aumentaron en consonancia con las de Brasil. ¿Pura casualidad? Seguro que no. Uno podría argumentar que Enron puso en tela de juicio la credibilidad de las empresas norteamericanas. Como resultado, *el affaire de Enron et al* aceleró la caída de Inversión Extranjera Directa, IED, a los mercados emergentes, ME, (por ejemplo Brasil) y precipitó salidas de capital financiero. Dos razones explican este fenómeno. En primer lugar, spreads más altos elevan el costo de fondear proyectos de IED y, en segundo lugar, la transparencia de un balance financiero no mejora, precisamente, al invertir en los ME. Desafortunada y peligrosamente, la IED es el único negocio en este momento dado que es la única fuente de financiamiento neta para los ME. Como resultado, se podría concluir que Enron *et al* causó un drenaje de los flujos de capital hacia los Mercados Emergentes, especialmente Brasil.

Creemos que las dos explicaciones contienen una gran dosis de verdad, y quizás toda la verdad. Por esto, es imperativo que cualquiera que gane las elecciones haga una declaración clara y creíble, pro-mercado, acerca de la deuda soberana. ¿Pero que puede hacer la nueva administración brasileña para contrarrestar el efecto Enron *et al*? El ajuste fiscal es un paso en la dirección correcta, pero nunca será suficiente para compensar una caída pronunciada de los flujos de capital. Como consecuencia, la

¹ Esta nota fue escrita antes de la segunda vuelta electoral en Brasil. Los hechos posteriores, es decir, la reducción de los spreads de Brasil confirman la hipótesis de esta nota, ya que dicha baja se produjo en consonancia con una baja similar en los spreads de los bonos de alto rendimiento de las empresas privadas de los EEUU.

sequía de liquidez resultante se sentirá a lo largo y a lo ancho del mercado financiero doméstico brasileño, llevando, potencialmente, a problemas de liquidez adicionales. Es muy probable que la producción sufra una desaceleración importante, llevando a un mayor deterioro de la situación fiscal, lo que quizás podría precipitar un ciclo vicioso en la economía brasileña. Es aquí donde las Instituciones Financieras Internacionales, o IFIs, tendrían que entrar en escena en forma rápida y decisiva y auxiliar a Brasil durante la transición. Este no sería un caso de socorrer a los despilfarradores. Todo lo contrario, sería un caso en el cual las IFIs estarían llevando a cabo la misión para la cual fueron creadas, que es la de ayudar a los países a navegar durante periodos en los cuales los mercados de capitales se vuelven inaccesibles *por razones que están fuera del control del país y que son muy difíciles de anticipar* (con lo cuál no es posible asegurarse contra ellas). La severa crisis de liquidez sufrida por los mercados emergentes después del default de Rusia en 1998 (un país que representaba menos de 1% de la producción mundial y no tenía fuertes lazos comerciales con los ME) y Enron *et al* son buenos ejemplos de este fenómeno. Un ataque a dos frentes, que involucre tanto a la nueva administración brasileña como a las IFIs, debería ayudar a poner a Brasil de nuevo en carrera rápidamente. Por otro lado, todo ataque que se lleve a cabo en un frente pero no en el otro, está destinado al fracaso.

* Economista Jefe, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington DC.

** Director, CERES, Uruguay.

Las opiniones vertidas en este artículo son a título personal y no reflejan la opinión del BID ni la de CERES.