

Brasil: EL FUTURO CAOS POR TASA O POR DÓLAR

Las últimas oscilaciones del tipo de cambio en Brasil han puesto en alerta a la mayoría de los mercados latinoamericanos y, en especial, al índice de bursátil del propio país. La apreciación de los inversores sobre los contratiempos que tendría que afrontar el gobierno de Lula ante una suba de los tipos de interés en EEUU son elocuentes.

El tamaño de la deuda de Brasil es perfectamente visible, lo que tal vez no sea tan fácil apreciar es su fragilidad. La generación de superávit primario es un argumento utilizado recurrentemente para justificar el esfuerzo fiscal pagado por el pueblo brasileño. Sin embargo, desde su implementación en 1999, no ha tenido éxito alguno, ya que la deuda pasó del 48.6% del PBI, en el año de su implementación, al 57.6% en febrero de este año.

Para aclarar este argumento mostraremos los componentes de variación de la deuda pública en cada período:

$$D_t = D_{t-1} + i - SP + (E-P) (+-) DF \quad (1)$$

D_t = Deuda del período

D_{t-1} = Deuda período anterior

i = Intereses pagados

SP = Superávit Primario

$(E-P)$ = reconocimiento deuda anterior

DF = Diferencia de cambio

Los factores condicionantes de la deuda, según la igualdad, pueden dividirse en 2 principales y 3 secundarios. Dentro de los principales, en primer lugar encontramos las necesidades de financiamiento del sector público NFSP, diferencia entre los intereses pagados y superávit primario, y en segundo lugar la diferencia de cambio. Los otros tres componentes menos importantes son otros ajustes de la deuda externa, reconocimiento de deuda anterior y variaciones patrimoniales (privatizaciones).

El principal indicador de solvencia tomado el gobierno de Brasil, Deuda/PBI depende del comportamiento de tres variables:

1. Tasa de interés real (incluida aquí la tasa de cambio);
2. Crecimiento del PBI (aumenta la recaudación y reduce el denominador);
3. Superávit primario.

Cuanto mayor sea la diferencia entre los intereses y el crecimiento de la economía, mayor será el superávit primario necesario para estabilizar la relación Deuda / PBI.

El cuadro muestra los elementos que inciden sobre la deuda en 2001, 2002 y 2003, dando la importancia necesaria a los dos factores determinantes: NFSP y ajuste cambiario. En el año 2001, una desvalorización del real del orden del 22.05% contribuyó al incremento de la deuda en R\$ 37.814, mientras que NFSP lo hizo en R\$ 42.789. Es decir que del aumento total de la deuda (R\$ 97.704), casi el 40% estuvo impulsado por el tipo de cambio y el 43.44% por el NFSP.

Para el 2002, donde la crisis cambiaria tuvo una gran relevancia al depreciarse el real en un 52.%, el impacto fue mayor. El ajuste cambiario de la divisa fue de R\$ 147.225

y las necesidades de financiamiento de R\$ 61.614. Ambas colaboraron en un 94.8% al aumento de la deuda.

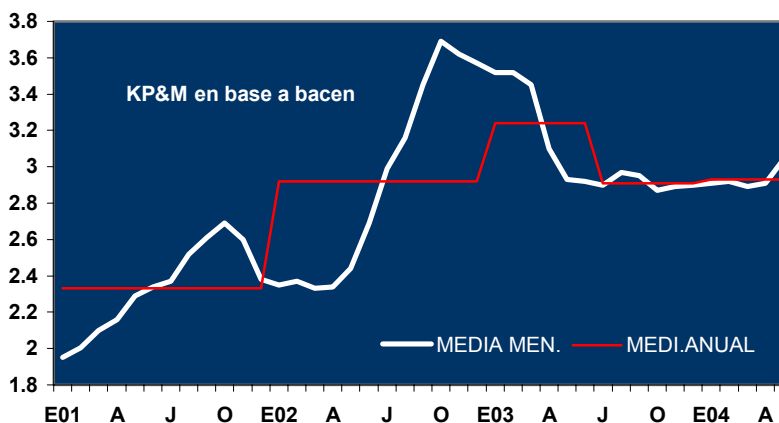
Factores condicionante de la deuda

<i>En R\$ millones</i>	2001	2002	2003
Interés deuda interna	72.112	96.975	126.050
Interés deuda externa	14.332	17.029	19.160
Intereses totales	86.444	114.004	145.210
Superávit primario	-43.655	-52.390	-66.173
NFSP	42.789	61.614	79.037
Ajuste de cambio (a+b)	37.814	147.225	-47.604
a)Variación deuda por indexación cambiaria	19.182	76.662	-22.722
b)Variación deuda externa ajuste cambiario	18.250	71.317	-24.882
Reconocimiento deuda	18.465	14.286	604
Privatizaciones	-980	-3.637	0
Variación deuda	97.704	220.241	32.037
Total deuda	660.867	881.108	913.145

Fuente: KP&M en base a BACEN

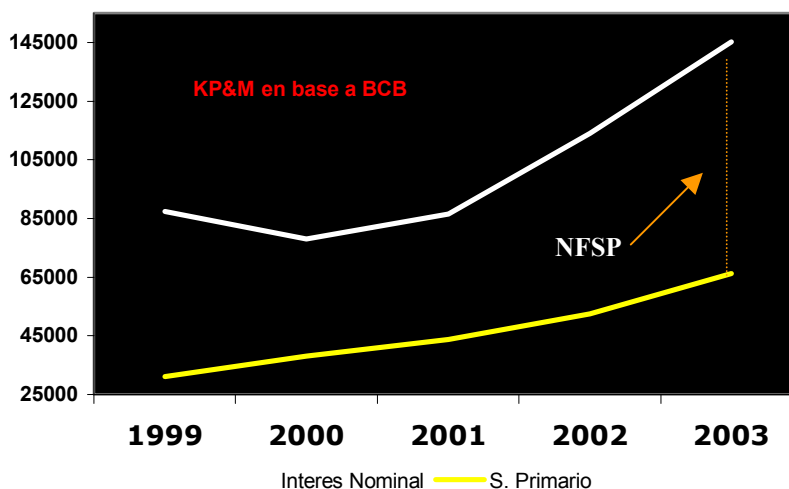
Una situación totalmente diferente ocurrió en el 2003. En el primer semestre del año se incrementó la tasa de interés, pero hubo una reducción del dólar que, al comenzar el año extremadamente alto (R\$ 3.52 reales=U\$S 1), hizo que la media semestral del dólar en gráfico sea alta. En la segunda mitad del año, la tasa de interés se redujo y el dólar permaneció estable, tendiendo a la baja. En el año el dólar se desvalorizo en un 17.6%.

Evolución tipo de cambio



El resultado para el año 2003, fue que el ajuste cambiario disminuyó la deuda en R\$ 47.604 millones, aunque las necesidades del financiamiento fueron mayores por los aumentos de la tasa de interés del primer semestre del año.

Evolución interes-superávit (en millones de R\$)



En definitiva, el ajuste del tipo de cambio depende de la evolución de la deuda, de las cuentas del sector externo y de la liquidez del mercado internacional. Todas y cada una de ellas son variables altamente sensibles a la variación de la tasa de interés en EEUU.

Cuanto mayores sean los saldos comerciales y el ingreso de capitales, mayor será la presión para la valorización del real. Cuanto más líquido es el mercado internacional de crédito y más fácil es renegociar deuda, menor es la presión sobre el tipo de cambio. La tasa de cambio juega un papel fundamental en el equilibrio de la deuda. Como en el 2003, la depreciación del dólar, ocultó y disminuyó el tamaño del endeudamiento externo. Pero un cambio de humor en los mercados financieros, como el actual (desvalorización del real) deja al descubierto la fragilidad de la deuda y la aumenta.

Las cuentas públicas NFSP dependen básicamente del superávit primario, pero, como muestra el gráfico anterior, la carga de intereses supera en más de 2 veces al superávit. Como los principales elementos que componen el pago de deuda son el tipo de cambio y la tasa de interés (SELIC), se desprende que NFSP depende de la tasa de interés.

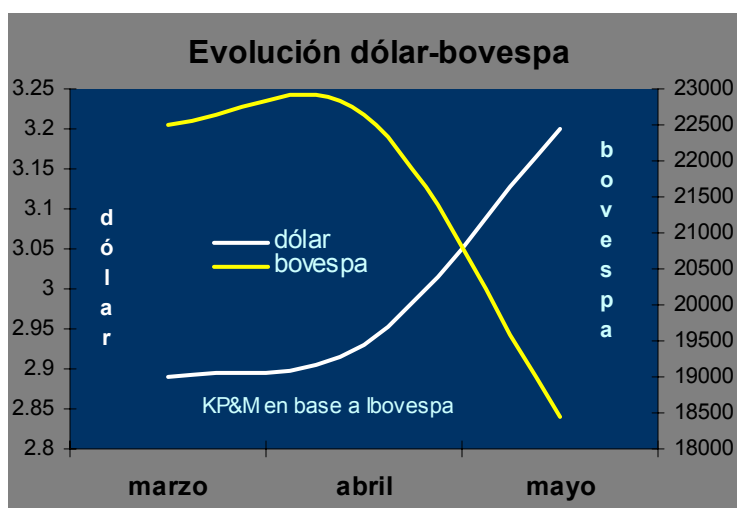
Una modificación en la tasa de interés americana, detendría la baja de la tasa SELIC de Brasil, aumentando la deuda, fugando capitales, presionando sobre el tipo de cambio y el superávit fiscal. Aumento de tasas y aumento del tipo de cambio incrementan la deuda y obligan a aumentar el superávit fiscal para mantener la relación Deuda / PBI dentro de los límites del indicador de solvencia.

Tasa de interés y tipo de cambio están entrelazados con la deuda de Brasil y ambos indicadores pueden ser controlados por el gobierno, ya sea a través de intervención o regulación en las políticas de mercado. Pero, según el discurso oficial, la intervención del mercado cambiario se encuentra fuera de sus deseos por lo que, de las dos variables en danza, sólo controla una.

Pero de la variable que controla con política monetaria (tasa de interés) es, según la óptica neoclásica, dependiente de la tasa de interés externa más riesgo (riesgo país), por lo que su control es sólo imaginario. Si la tasa de interés externa sube, se necesita aumentar la interna para detener la fuga de capitales o atraer capitales para financiar el déficit entre intereses y superávit primario. Aumentar la tasa implica aumento de deuda, fuga de capitales implica aumento del tipo de cambio.

Aunque el título del apartado es perturbador, poco halagüeño y alguien pueda pensar que la sangre no llegará al río, las expectativas están más que cumplidas con el mantenimiento de la tasa de interés por parte del Banco Central en 16% el día 19 de mayo. La única variable que maneja el BC es totalmente dependiente de las oscilaciones externas más que de las necesidades internas.

El Banco Central y los mercados se ven venir un clima mucho más hostil en los próximos meses, cuando por cuestiones estacionales el tipo de cambio aumente levemente, tal como lo ha hecho en los últimos años. Los próximos meses serán claves para Brasil, en particular para el gobierno de Lula ya que, según la última encuesta del IBGE, el 46.7% de los brasileños no comen lo suficiente y el 85% no llega a fin de mes.



Por último, vale la pena realizar una aclaración acerca del avance del dólar en Brasil y del deterioro de los indicadores y la vulnerabilidad externa a los que hicimos referencia en párrafos anteriores.

El día 20 de mayo, un día después de del vencimiento de U\$S 2.200 millones de deuda, el dólar siguió su marcha ascendente hacia los R\$ 3.20 por dólar, el mayor valor desde el 11 de abril de 2003.

El primer indicador de preocupación para el mercado fue el déficit para abril de U\$S 735 millones en cuenta corriente de la balanza de pagos, por ser el primer resultado negativo en cuenta desde noviembre 2003. A pesar que los valores se encontraban dentro de las previsiones del BCB, debido al pago de deuda U\$S 1.708 millones y al el impacto de la remesas de ganancias y dividendos por U\$S 823, lo que no esperaba el BC fue los montos de ingresos de capitales extranjeros.

La inversión extranjera directa para abril fue de U\$S 381 millones, muy por debajo de los U\$S 500 millones previsionados por BCB y un 52% menor que los ingresos registrados para el mismo mes del año 2003.

Si se observa el gráfico de la evolución del dólar y el mercado de valores, la turbulencia tiene sus comienzos en abril donde, más allá de los avatares externos, las empresas habían podido renovar sólo el 67% de sus deudas en el mercado internacional, mientras que el mismo mes del año anterior, la renovación alcanzó el 85%.

Los mercados intuyen que los datos de Abril son la punta del ovillo de la crisis, por lo que la suma de la caída de los commodities, la fragilidad de la deuda, el tipo de interés, y el magro ingreso de capitales podrán un nuevo piso al dólar de R\$ 3.10 por dólar reafirmando, en la práctica, las explicaciones anteriores.