

La devaluación del real brasileño¹

Angel Vilariño

El Plan Real

En los últimos cuarenta años la economía de Brasil ha estado marcada por la inflación¹ y en la década de los años ochenta la inflación se transformó en hiperinflación; en 1989 se produjo un incremento de los precios del 1320% y en 1990, un 2740%.

En los años 1993 y 1994 el gobierno diseñó y puso en funcionamiento el Plan Real, cuyo objetivo fundamental era el control de la inflación. Antes, en distintos momentos, entre los años 1981 a 1984, se habían realizado diversos intentos basados en medidas de tipo convencional, como el establecimiento de controles de precios y salarios, reducción de la oferta monetaria y otras medidas similares, pero todos los intentos terminaron fracasando. Otros planes como el Cruzado, implementado durante los años 1986 y 1987, tuvo éxito durante un período corto de tiempo, que no llegó a un año.

El Plan Real² fue puesto en marcha a mediados de 1993 con un objetivo explícito “El establecimiento del equilibrio de las cuentas del Gobierno, con el objeto de eliminar la principal causa de la inflación brasileña”. Los redactores del Plan consideraban que la causa principal del crecimiento inflacionista había que situarlo en los desequilibrios de las cuentas públicas. Coherente con este diagnóstico el Plan se centraba especialmente en “(...) un conjunto de medidas orientadas a la reducción y mayor eficiencia de los gastos de la Unión” mediante “(...) la recuperación de los ingresos tributarios federales, la reestructuración de la deuda de los Estados y Municipios de la Unión, un mayor control de los bancos estatales, el inicio del saneamiento de los bancos federales y el perfeccionamiento del programa de privatizaciones”. Adicionalmente, el gobierno planteó dentro de sus objetivos, una mayor apertura comercial y financiera para la economía brasileña, y estableció una política de vinculación de la divisa nacional al dólar, considerando que este era un factor de primer orden para conseguir la derrota de la inflación.

En marzo de 1994 se creó la unidad real de valor (URV), una unidad de cuenta cuyo valor en cruzeiros reales era fijado directamente por el Banco Central, bajo el criterio de que la URV se mantuviera alineada con el dólar. Progresivamente los precios y salarios se expresaron en URV y el 1 de julio de 1994 la unidad de cuenta pasó a ser también medio de pago con el nombre de Real. La equivalencia inicial con el dólar fue la paridad, aunque esto no suponía el compromiso de mantenerlo. El Banco Central de Brasil planteó unas bandas máximas de fluctuación, aunque de hecho la política efectiva consistió en una depreciación del real de un 0,7% al mes.

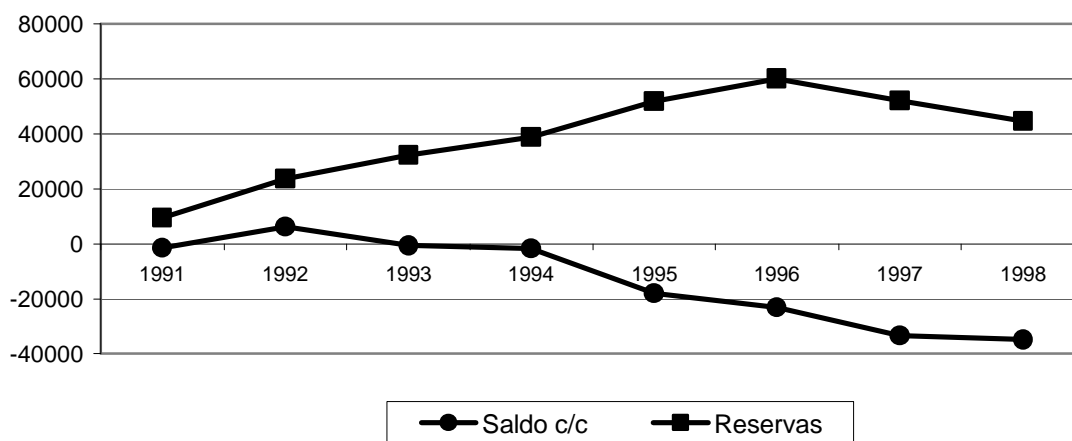
¹ Capítulo 7 de “Turbulencias financieras y riesgos de mercado”

En este caso los efectos sobre la inflación fueron inmediatos. Mientras que durante el primer semestre de 1994 la inflación registró una tasa media mensual del 43%, cayó al 3,1% durante el segundo semestre. Al año siguiente la tasa mensual media fue un 1,7% y en 1998 el crecimiento anual de los precios fue un histórico 2,6%.

Como combinación de esta fuerte reducción de los precios y un ritmo moderado de devaluación del real, la divisa registró a finales de 1996 una ligera apreciación. La apertura comercial, la mejora de los precios de los productos externos y un clima de expectativas favorables al consumo, favorecieron el crecimiento del déficit comercial con el correspondiente efecto sobre la balanza por cuenta corriente.

El éxito en la contención de la inflación, unido a la estabilidad cambiaria en el sentido de una senda de devaluación predecible del real, creó las condiciones favorables para las fuertes entradas de capitales que se produjeron en el período 95-98. De este modo, al igual que en otras experiencias, el sector exterior adquirió un gran protagonismo. En el caso de Brasil, los capitales externos tuvieron cuatro focos de atracción importantes: en los altos tipos de interés internos, la política de privatizaciones, la compra de empresas privadas y el proceso de saneamiento del sector financiero. Además, en 1994, Brasil reestructuró la deuda externa dentro del modelo definido en el Plan Brady, lo que abrió la puerta a las emisiones en los mercados internacionales de capitales. Uno de los efectos de este proceso de apertura comercial y financiera fue el cambio en el perfil de la balanza por cuenta corriente, progresivamente deficitaria, efecto compensado con creces por las fuertes entradas de capital con el resultado neto de un aumento sostenido de las reservas en los primeros años del Plan.

Gráfico 7.1. Saldo c/c y Reservas (millones de Dólares)



En el Cuadro³ 7.1. se puede observar la evolución de los flujos de capitales en el período 91-99; la aceleración se produjo en 1995, hasta la crisis del año 1999. Las entradas de capital a corto plazo se incrementaron con fuerza en los años 1995 y 1996. A partir de 1997 la influencia de la crisis asiática con las secuelas

de inestabilidad financiera está visible en las importantes salidas netas, tanto de capital a corto plazo como de acciones, que aparecen en el cuadro.

Cuadro 7.1. Flujos de capitales netos a Brasil (millones de dólares)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Inversión directa	1268	-481	852	2376	9519	15364	22988	25946
Acciones	1704	6651	7280	2294	6040	5300	-1861	-1163
Deuda	5761	5866	3713	9113	12727	19771	28966	-7982
Capital corto plazo	-2844	-4432	-3824	15523	4857	-15517	-30032	-19493
Total	5899	7604	8020	29306	33142	24918	20063	-2692

Saneamiento del sector financiero

La fuerte reducción de la inflación privó al sector de una de sus principales fuentes de ingresos. Las cuentas en tránsito, el manejo de las fechas valor y la posibilidad de grandes diferenciales entre las operaciones de activo y pasivo son elementos que forman parte de dichos ingresos. Las estimaciones sobre la magnitud que representaba el ingreso inflacionario en los resultados de las entidades financieras se recogen en el Cuadro 7.2. y como podemos observar, se trata de cifras significativas.

Cuadro 7.2⁴. Ingresos inflacionarios / PIB

1990	4,0%
1991	3,9%
1992	4,0%
1993	4,2%
1994	2,0%

La reducción de la inflación colocó en situación precaria a un segmento de entidades financieras que dependían fuertemente de esos ingresos, y el sector, en conjunto, reaccionó con un aumento de la cartera crediticia. La razón no era únicamente la pérdida de ingresos inflacionarios, sino que también fue importante la fuerte remonetización experimentada por la economía. La recuperación de la confianza en los pasivos bancarios favoreció la expansión crediticia y esta hizo crecer los balances, al tiempo que se producían cambios en el destino de los créditos. En la época de alta inflación la inversión crediticia estuvo enfocada hacia posiciones de tesorería a corto plazo, compra de títulos del gobierno, préstamos a corto plazo al sector público y un cierto racionamiento al sector privado, lo que por otra parte favoreció los circuitos informales de financiación a empresas pequeñas y particulares. En los nuevos destinos tuvo más peso el sector privado, mediante financiaciones hipotecarias y empresariales. La participación del sector público en la cartera crediticia pasó de un 20,8% en 1993 a un 5,7% en 1998.

Al igual que en otros procesos similares donde la expansión crediticia se acompaña de un cambio en la estructura de la cartera, el resultado fue una pérdida de calidad crediticia motivada por el rápido crecimiento de la cartera, las carencias de información y el desconocimiento de los comportamientos financieros de los nuevos prestatarios. Además la situación inicial de alta liquidez, por la vuelta a los balances bancarios de gran parte de la liquidez fuera del sistema, y el tirón económico inicial por la mejora de expectativas, actuaron de velo respecto al nivel de solvencia de los prestatarios. A pesar de que el crecimiento económico mejoró en la etapa del Plan Real respecto a la primera mitad de la década, la morosidad y el deterioro de las carteras crediticias fue en aumento. En el Cuadro 7.3. aparece el porcentaje de créditos vencidos sobre la cartera total, para los diferentes tipos de entidades financieras. Las cifras son elocuentes por si solas.

Cuadro 7.3⁵ Crédito vencido / Crédito Total (en %)

	1994	1995	1996	1997	1998
Comerciales privados	6,6	11,2	14,6	15,2	21,1
Comerciales oficiales	6,6	18,8	25,0	18,5	22,7
Universales privados	4,5	16,3	6,2	7,1	10,1
Universales oficiales	24,9	13,2	61,2	93,6	96,3
Banco de Brasil (federal)	20,2	31,2	49,2	40,2	50,4
Caixa económica federal	12,3	12,7	14,9	12,5	18,7

La financiación de los Estados descansaba, en parte, en los bancos de titularidad pública que se financiaban a su vez mediante la emisión de títulos de alto rendimiento, avalados por el Banco Central. Bajo este juego de fuerzas, con unos activos en muchos casos dudosos y de bajo rendimiento, y unos altos costes financieros, la cuenta de resultados era simplemente el reflejo distorsionado de un déficit público embalsado.

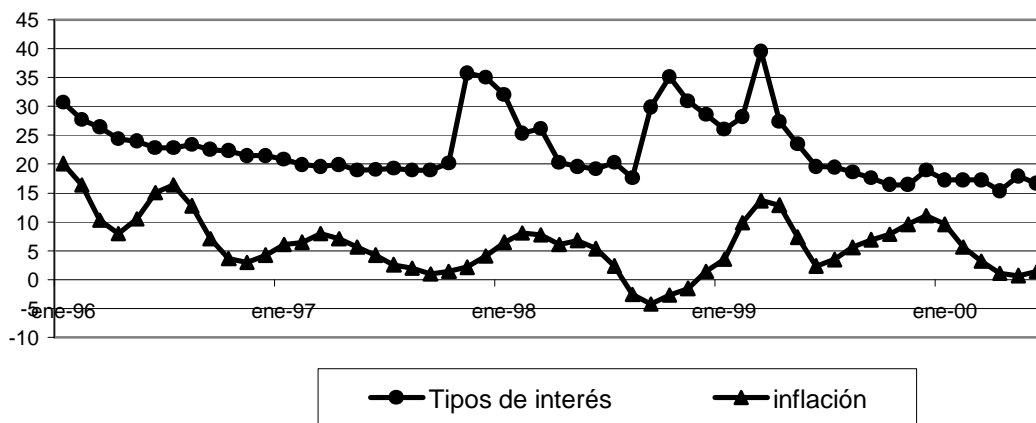
Si a la situación de deterioro de la calidad crediticia se une la pérdida de los ingresos inflacionarios, la crisis bancaria aparece inevitablemente.

Entre noviembre de 1995 y diciembre de 1997 el PROER (Programa de Estímulo a la Reestructuración y el Fortalecimiento del Sistema Financiero) desembolsó más de 25.000 millones de dólares para financiar la transferencia de activos y pasivos de bancos intervenidos a entidades privadas, total o parcialmente. El PROER se especializó en la banca privada, mientras que el PROES dirigió sus acciones hacia la banca pública, que como hemos visto estaba en situación crítica. Entre julio de 1994 y diciembre de 1998, 76 bancos fueron liquidados o transferidos. En ese proceso fue cuando entró en escena la banca internacional, que tomó fuertes posiciones en el sistema financiero brasileño. La suma total de recursos utilizados en el proceso de saneamiento del sector financiero se estima en un 11% del PIB de 1998.

Altos tipos de interés

Un rasgo importante de las condiciones macroeconómicas durante la ejecución del Plan Real fue el mantenimiento de altos tipos de interés reales. En el gráfico 2 puede observarse el diferencial entre los tipos de interés nominales y la tasa de inflación.

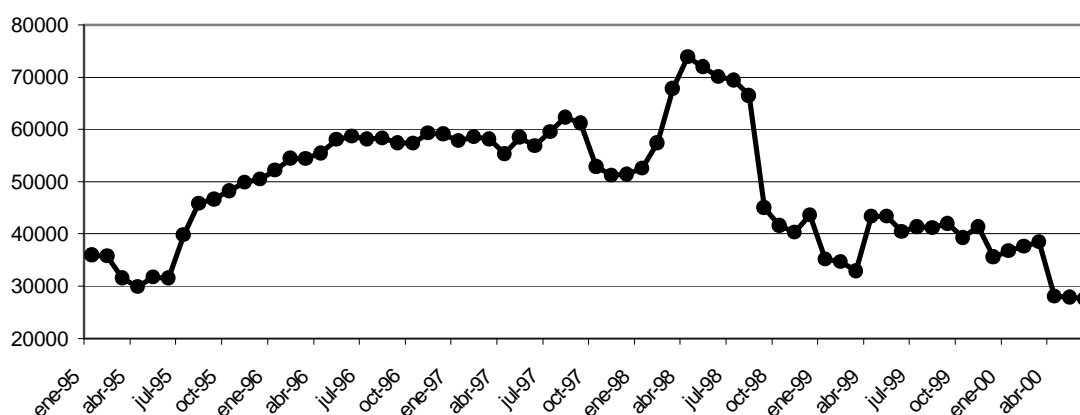
Gráfico 7.2 Inflación y tipos de interés Brasil



Diferenciales del orden de un 20% fueron frecuentes, aumentando en los momentos de tensión de los tipos de interés. Varios factores pueden ayudar a explicar esta situación. El mantenimiento de la estabilidad del tipo de cambio y el objetivo último de reducción de la inflación hace de los tipos de interés un instrumento al servicio de esos objetivos. Al igual que en otras experiencias, la política de esterilización monetaria para neutralizar el aumento de reservas necesita contar con atractivos tipos de interés.

Pero otro factor de importancia que ayuda a explicar los altos tipos de interés es el contexto internacional adverso en el que tuvo que desarrollarse el Plan Real; prácticamente a los seis meses de implantarse se produjo la crisis del peso mexicano y el efecto inmediato sobre las reservas fue una salida de 10.000 millones de dólares. Posteriormente se inició la crisis asiática, con una nueva reducción de las reservas, y con una fuerte cambio en el sentido de los flujos de los capitales a corto plazo. La etapa anterior a la crisis del real estuvo marcada por los sucesos de Rusia y la crisis de los mercados financieros en el otoño de 1998. Las pérdidas de reservas eran de un importe mayor que en los sucesos anteriores y la situación comenzó a ser insostenible. La evolución de las reservas está recogida en el gráfico 7.3.

Gráfico 7.3. Brasil: Reservas internacionales en el Banco Central



Los episodios de tensión cambiaria con fuertes salidas de capitales a corto plazo, y los ataques especulativos contra el real fueron contestados por el Banco Central con fuertes subidas de los tipos de interés desde niveles ya altos. Esta política no fue neutral respecto a uno de los objetivos principales del Plan que era la mejora de las finanzas públicas; por el contrario, fue uno de los factores que ayudó a empeorar la situación inicial por el aumento de la carga de intereses que tuvo lugar y por el aumento de la deuda pública interna en circulación.

Finanzas públicas

El saldo primario (sin intereses) del sector público pasó de una situación excedente en los años 1993 y 1994, a un ligero déficit en los años siguientes. En el origen de esta situación está la rigidez que mostró el gasto frente a los descensos de la inflación y en el lado opuesto, la existencia de un grado importante de indiciación de los ingresos públicos. Pero el aspecto más significativo fue el crecimiento de la deuda interna: Los 100.000 millones de reales en 1994 se transformaron en cerca de 330.000 millones de reales a finales de 1998.

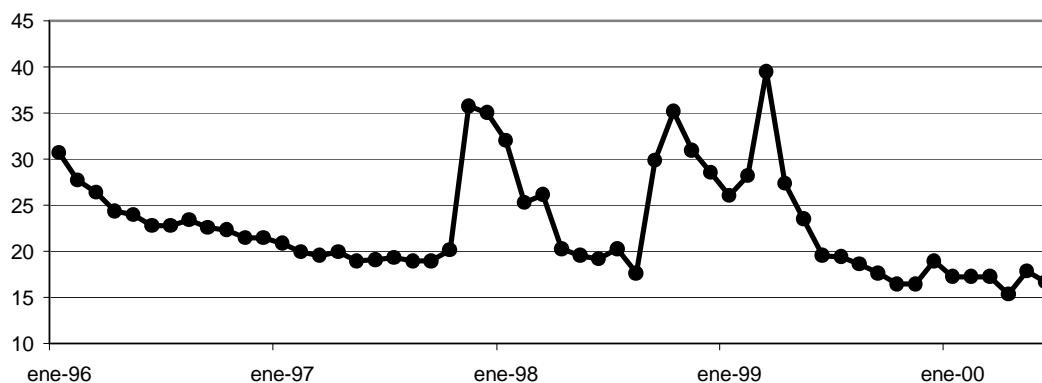
La reestructuración del sistema financiero se acercó a los 100.000 millones de reales, con los que se hizo frente a los problemas de falta de solvencia y a los procesos de liquidación de entidades a lo que hay que añadir la deuda que se consolidó en el Banco Central procedente del saneamiento y reestructuración de las deudas de los estados con los bancos públicos de nivel estatal.

La política de esterilización del aumento de las reservas fue otro de los factores que explican el aumento de la deuda pública interna, mientras que la política de privatizaciones actuó en sentido contrario, ya que aportó cerca de 68.000 millones de dólares entre 1993 y 1998.

Las condiciones de mercado también influyeron, ya que cada vez fue más frecuente las emisiones a tipo variable, que en 1978 alcanzaban a ser el 75% del saldo de la deuda en circulación, y las emisiones indicadas al tipo de cambio o nominadas en dólares.

Una de las contradicciones del Plan Real es que teniendo como objetivo básico la mejoría de las cuentas públicas, la dinámica interna de su aplicación -que giraba en torno al mantenimiento del tipo de cambio- generó un desequilibrio mayor que el inicial. Aquí cabe matizar que también fueron importantes los factores exógenos que no sólo generaron una presión muy fuerte sobre los tipos de interés, sino que también dejaron secos los mercados internacionales de capitales durante largos periodos de tiempo, en todo lo que tuviera que ver con la financiación de mercados emergentes.

Gráfico 7.4 Tipos de interés: Operaciones de mercado abierto
Brasil 1/1996 a 6/2000



Crisis del real

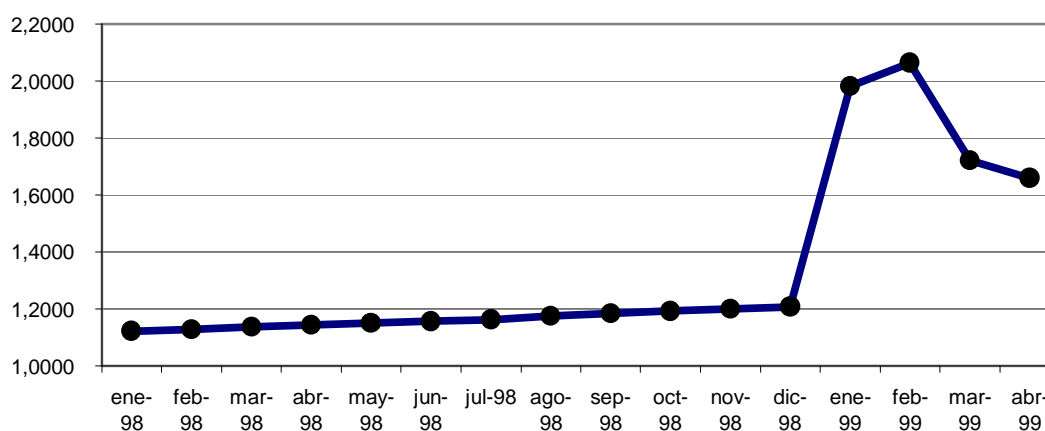
En septiembre de 1998, las reservas disminuyeron en 21.500 millones de dólares, cifra que prácticamente doblaba a las caídas registradas en anteriores episodios críticos. En noviembre de 1998, los comentarios en los medios especializados sobre la situación económica de Brasil no eran favorables. Las estimaciones de las necesidades de financiación para 1999 oscilaban entre 50.000 y 60.000 millones de dólares, pero lo más importante es que, en cualquier caso, no salían las cuentas. Con una estimación del déficit por cuenta corriente de 30.000 millones de dólares y otra cantidad equivalente para las amortizaciones de capital de la deuda externa, las entradas previstas de capital se quedaban muy por debajo de esas necesidades. Entonces el Fondo Monetario Internacional organizó un paquete de ayuda donde este organismo aportaba 18.000 millones de dólares, el Banco Mundial 4.500 millones de dólares y el Banco Interamericano de Desarrollo, idéntico importe. Además, un grupo de países aportaba otros 14.500 millones de dólares y de esta forma el monto total se situó en torno a los 41.000 millones de dólares. Las autoridades del FMI declararon que con los

41.000 millones de dólares y las reservas situadas en 42.600 millones de dólares, Brasil disponía de recursos “bastante superiores” a los que podría necesitarse para defender el real de cualquier eventualidad⁶. La carta de intenciones enviada por las autoridades de Brasil al FMI incluía la aceptación del plan de ajuste fiscal de tres años.

La comunicación del plan a los mercados y un primer desembolso del FMI de 9.400 millones de dólares no calmó la situación y en diciembre aumentaron las salidas de capitales a corto plazo. En el plano interno, el detonante de la situación se produjo cuando el parlamento brasileño rechazó una parte de la reforma de la previsión social y el nuevo gobierno del estado de Minas Gerais cuestionó las obligaciones financieras con el Estado Federal, heredadas de la anterior administración.

A mediados de enero el gobierno anunció la ampliación de la banda de flotación cambiaria, que en la práctica era una devaluación del 8%. Esto precipitó aún más los ataques especulativos y las salidas de capital a corto plazo con el resultado final de pérdida de reservas. El Banco Central dejó flotar libremente el real y a finales de enero la cotización del dólar fue de 1,98 reales cuando antes de la flotación el cambio se fijaba en 1,21 reales. Se había producido una depreciación del 61%.

Gráfico 7.5 Crisis del real



¹ En "Inflación y estabilización. La experiencia de Israel, Argentina, Brasil, Bolivia y México", El Trimestre Económico, Lecturas 62, puede consultarse la experiencia de las políticas antiinflacionistas de Brasil de los años 80.

² Para el análisis del Plan Real y otros aspectos de la economía brasileña se puede consultar Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno "La economía brasileña ante el plan Real y su crisis", CEPAL, julio 1999; Renato Baumann y Carlos Mussi "Algunas características de la economía brasileña desde la adopción del Plan Real", CEPAL, septiembre 1999 y Fondo Monetario Internacional, "IMF Staff Country Report n° 99/7, Brasil: Selected Issues and Statistical Appendix", septiembre 1999.

³ El cuadro está tomado de Goldfajn y Baig "The Russian Default and the Contagion to Brazil", pg. 15

⁴ Los datos son de Baumann y Mussi (1999), cuadro 9, página 46.

⁵ En Pedro Sáinz y Alfredo Calcagno (1999), pg. 29. No es fácil establecer un estándar sobre cuál es el nivel del ratio a partir del que la situación puede considerarse grave, ya que además la calificación de cartera vencida puede dar lugar a niveles diferentes de gravedad. Pero, en todo caso, cifras superiores al 10% son, en cualquier circunstancia, preocupantes.

⁶ Seguramente este es el tipo de declaración, que desde la posición del FMI, es obligado realizar, ya que el silencio o la aceptación de que la situación es insostenible precipitaría la crisis.