

Análisis crítico de
la programación gubernamental
del sector externo en el Brasil*

Enfrentado con el colapso de las reservas internacionales, el Brasil se vio obligado a redefinir el financiamiento de las cuentas externas en 1983. El 20 de diciembre de 1982 las autoridades económicas brasileñas, abandonando el enfoque casuístico adoptado hasta entonces, presentaron a los principales acreedores bancarios un esquema de financiamiento global de las cuentas externas para 1983, subdividido en cuatro ítem o "proyectos" de financiamiento: a) nuevos empréstitos por us\$ 4,4 billones, que serían concedidos por bancos comerciales extranjeros en proporción a su participación en la deuda existente; b) reescalonamiento o renovación automática de us\$ 4 billones de amortizaciones debidas a bancos extranjeros en 1983 (valor posteriormente elevado a us\$ 4,7 billones, de forma de incluir us\$ 500 millones de amortizaciones debidas a bancos brasileños en el exterior y otros us\$ 200 millones de amortizaciones no especificadas); c) mantención de las líneas comerciales de corto plazo, estimadas por el Banco Central en us\$ 8,8 billones a fines del año pasado; y d) restablecimiento de líneas interbancarias para bancos brasileños en el exterior (total estimado por el Banco Central en us\$ 10 billones para noviembre de 1982)¹.

El volumen de recursos solicitado a los bancos depende, evidentemente, de proyecciones para la cuenta corriente y la de capital de la balanza de pagos y también de estimaciones referentes a la deuda externa de corto plazo y al pasivo interbancario de más de 100 agencias y sucursales externas de los bancos brasileños.

El cuadro I reproduce las proyecciones y estimaciones que sirvieron de base al esquema de financiamiento propuesto a los bancos en diciembre último. De acuerdo con estos datos preliminares de las autoridades económicas, la necesidad bruta total de capitales ex-

*Tomado de *Mito e Realidade na Dívida Externa Brasileira*. Editora Paz e Terra, Río de Janeiro, 1983, y de un artículo redactado en mayo del mismo año.

¹Carlos Geraldo Langoni: "A estratégia do Brasil na Crise Financeira Atual", discurso pronunciado en Nueva York el 20/12/82, en reunión con los principales acreedores bancarios del Brasil (publicado por la prensa brasileña el 24 de diciembre de 1982).

ternos (descontados los us\$ 4,7 billones de amortizaciones reescaladas) llegaría a cerca de us\$ 34 billones en 1983, divididos de la siguiente forma: a) us\$ 6,9 billones de déficit en transacciones corrientes; b) us\$ 2,5 billones de amortizaciones restantes de medio y largo plazo; c) us\$ 1,1 billones de financiamiento líquido de las exportaciones; d) us\$ 1 billón de aumento de las reservas internacionales; e) us\$ 3,7 billones de empréstitos de enlace, que por definición deben ser liquidados en 1983; f) cerca de us\$ 8,8 billones de deudas comerciales de corto plazo; y g) cerca de us\$ 10 billones de deudas interbancarias de agencias y sucursales de bancos brasileños en el exterior.

Excluyendo el refinanciamiento de las posiciones comerciales de corto plazo y de líneas interbancarias en el exterior, la necesidad de capitales sería de cerca de us\$ 15 billones, cuya cobertura se haría en la siguiente forma: a) us\$ 5,6 billones de bancos comerciales extranjeros (inclusive *carry-over*); b) us\$ 4,5 billones de financiamientos de mediano y largo plazo; c) us\$ 2,2 billones de retiros del FMI; d) us\$ 2 billones de inversiones extranjeras y empréstitos directos entre compañías (Ley 4.131); y e) us\$ 0,9 billones de créditos líquidos de corto plazo.

La renegociación de una deuda de la dimensión de la brasileña significa, evidentemente, una tarea de las más complejas. Dada la estructura de la deuda brasileña, constituida en más de 80% por obligaciones en el mercado bancario internacional, y dado el número de acreedores individuales —más de 1.100 instituciones americanas, europeas, japonesas y de otros países— las dificultades de coordinación y compatibilización de los intereses envueltos son inmensas y transforman el proceso de renegociación en una verdadera pesadilla administrativa. En este contexto, se vuelve también extremadamente difícil evaluar en forma adecuada el esquema actual de renegociación de la deuda externa, tal como ha estado siendo llevada a cabo desde diciembre por las autoridades económicas brasileñas, con respaldo de un grupo de grandes bancos comerciales americanos. Entretanto, teniendo en vista la importancia de los resultados de la renegociación para las perspectivas del Brasil a corto y largo plazo, vale la pena hacer algunas observaciones respecto de la forma cómo está siendo conducida la negociación con los acreedores externos.

Se debe observar inicialmente que el plan de financiamiento para 1983, aunque cumpliera totalmente en sus cuatro puntos básicos, no sería capaz de restablecer las condiciones mínimas de seguridad para la administración de las cuentas externas brasileñas. Cuando se considera que el Brasil comenzó el año con reservas líquidas negativas y reservas brutas equivalentes a menos de tres meses de importaciones (y compuestas, parece, en gran parte de activos inconvertibles), se percibe que un aumento de sólo us\$ 1 billón en las

Cuadro Nº 1

ESTIMACION OFICIAL DE LA NECESIDAD TOTAL
DE CAPITAL EXTERNO EN 1983¹

(En us\$ billones)

Discriminación	1983
NECESIDADES	34,0
Déficit en Cuenta Corriente	6,9
Amortizaciones (mediano y largo plazo) ²	2,5
Financiamiento de exportaciones (líquido) ³	1,1
Empréstitos de enlace ⁴	3,7
Refinanciamiento de la deuda comercial de corto plazo	8,8
Refinanciamiento de las líneas interbancarias en el exterior ⁵	10,0
Aumento de Reservas Internacionales	1,0
FUENTES	34,0
Saques en el FMI ⁶	2,2
Financiamientos de Importaciones y Proyectos (mediano y largo plazo)	4,5
Inversiones Directas	1,5
Empréstitos directos entre firmas (bruto)	0,5
Bancos comerciales extranjeros (mediano y largo plazo) ⁷	5,6
Créditos de corto plazo (bruto) ⁸	9,7
Créditos interbancarios a bancos brasileños en el exterior (bruto)	10,0

¹Estimaciones basadas en datos preliminares del Banco Central.

²Amortización bruta total (estimada en us\$ 7,2 billones) menos amortizaciones reescaladas (us\$ 4,7 billones).

³Créditos concedidos al exterior menos pagos de créditos de ejercicios anteriores.

⁴Amortización de empréstitos de enlace proporcionados por bancos comerciales extranjeros, por el Tesoro de los EE. UU. y por el BIS (Bank for International Settlements).

⁵Refinanciamiento del pasivo interbancario de corto plazo de las agencias y sucursales de bancos brasileños en el exterior (estimación del Banco Central referente a la posición de noviembre 1982).

⁶*Extended fund facility, compensatory financing facility e buffer stock facility.*

⁷Empréstitos nuevos previstos en el "proyecto" 1 (us\$ 4,4 billones) más *carry-over* (us\$ 1,2 billones).

⁸Refinanciamiento de la deuda comercial de corto plazo más créditos líquidos corto plazo.

FUENTE: datos brutos: Banco Central del Brasil. Elaboración: Centro de Estudios Monetarios e de Economía Internacional IBRE/FCV.

reservas no alteraría significativamente la precaria posición del país en materia de liquidez cambiaria. Hacia fines de este año, en que pese al esfuerzo de ajuste implícito en una reducción de más de 50% proyectada para el déficit en transacciones corrientes, el Brasil continuaría en una posición extremadamente vulnerable desde el punto de vista cambiario.

En verdad, la mayor parte de los nuevos recursos que serán proporcionados por los bancos comerciales extranjeros y por el FMI ya está comprometida con la liquidación de empréstitos de enlace desembolsados en el último trimestre del año pasado y relacionados, por lo tanto, con el "cierre" de la balanza de pagos de 1982.

Más del 60% de los recursos que serán liberados por el FMI en 1983 están en principio destinados al pago de las deudas de corto plazo con el Tesoro de los Estados Unidos y con el BIS. Y más del 50% de los nuevos recursos previstos en el llamado Proyecto 1 serán utilizados para saldar las operaciones de enlace realizadas con bancos comerciales.

Más importante es la constatación de que el plan de financiamiento propuesto a los bancos extranjeros se basa en una serie de hipótesis bastante discutibles sobre el comportamiento de las cuentas externas brasileñas a corto plazo. De hecho, un frío análisis de las informaciones disponibles sugiere que el plan de financiamiento presentado en diciembre prevé un aporte suficiente de recursos —aunque se admita la posibilidad de reducir las importaciones conforme lo proyectado—. Como se verá a continuación, una evaluación de las tendencias para las cuentas corrientes y de capital de la balanza de pagos y de las informaciones disponibles sobre la deuda externa de corto plazo, indica que la necesidad bruta de recursos externos en 1983 puede estar subestimada en más de us\$ 8 billones.

Balanza Comercial

Como se sabe, el esfuerzo de ajuste en lo que se refiere a la balanza comercial se basará fundamentalmente en la contención de las importaciones. Según las proyecciones gubernamentales, la caída de las importaciones deberá responder por casi dos tercios de la variación del saldo comercial, que pasaría de us\$ 0,8 billones en 1982 a us\$ 6 billones en 1983, gracias a una caída de más de us\$ 3 billones en las importaciones y en un aumento de casi us\$ 2 billones en las exportaciones (Cuadro 2). Al confirmarse las proyecciones gubernamentales, las importaciones de 1983 quedaron nada menos que un 30% por debajo de las importaciones de 1980 a precios corrientes.

Incluso si se pudiese contar con cierta reducción en el precio medio del petróleo importado y con alguna sustitución de importaciones a corto plazo en ciertos sectores (sobre todo en el área del petróleo), no debe haber duda en cuanto al hecho de que una caí-

da de este orden en las importaciones iría necesariamente acompañada de una acentuada retracción del nivel de actividad y de empleo y de una recesión probablemente más profunda que la de 1981. De hecho, a juzgar por las medidas anunciadas y por el comportamiento de algunas variables básicas (corte real de 19% en la inversión fija de las empresas estatales, elevación significativa de la carga tributaria, reducción gradual de los subsidios directos e indirectos, mantención de tasas de interés libre en niveles extraordinariamente elevados, etc.), las importaciones serán contenidas básicamente por medio de una severa contratación de la demanda agregada.

Cuadro Nº 2

BALANZA DE PAGOS DEL BRASIL
PRINCIPALES ÍTEM, 1980-1983
(En us\$ billones)

Discriminación	1980	1981	1982 ¹	1983 ²
A. BALANZA COMERCIAL	-2,8	1,2	0,8	6,0
Exportaciones (FOB)	20,1	23,3	20,2	22,0
Importaciones (FOB)	23,0	22,1	19,4	16,0
B. BALANZA DE SERVICIOS ³	-9,6	-12,2	-15,5	-12,9
Intereses (líquido)	-6,3	-9,2	-11,4	-9,0
Otros	-3,3	-3,0	-4,1	-3,9
C. TRANSACCIONES				
CORRIENTES (A+B)	-12,4	-11,0	-14,7	-6,9
D. CUENTA DE CAPITAL ⁴	8,9	11,6	5,8	9,4
Inversiones Directas (líquido) ⁵	1,1	1,6	1,0	1,5
Financiamiento (líquido) ⁶	2,4	2,4	2,6	3,4
Empréstitos en moneda y otros capitales ⁷	12,1	15,1	10,4	11,7
Amortizaciones (bruto) ⁸	-6,7	-7,5	-8,2	-7,2

¹Datos preliminares.

²Proyección oficial básica.

³Exclusive lucros reinvertidos e inclusive transferencias unilaterales.

⁴Exclusive capitales compensatorios.

⁵Exclusive reinversiones.

⁶Financiamiento extranjero de importaciones y proyectos menos financiamiento brasileño líquido de exportaciones.

⁷Inclusive errores y omisiones.

⁸Amortizaciones de empréstitos y financiamientos extranjeros de medio y largo plazo.

OBSERVACIONES: en algunos casos, la suma de los parciales no corresponde a los totales, debido a diferencias de redondeo.

FUENTE: Banco Central del Brasil.

Incluso si el Brasil pudiera enfrentar los costos económicos y sociales y los riesgos políticos de una profundización del proceso recesivo en curso desde 1981 —la reducción en el producto per cápita acumulado en el período 1981-83 será probablemente superior a 10% en términos reales—, la meta de un superávit de us\$ 6 billones en la balanza comercial puede quedar comprometida por el lado de las exportaciones, cuyo desempeño depende más decisivamente de variables que escapan completamente al control gubernamental. A primera vista, la tasa de crecimiento proyectada para las exportaciones globales —cerca de 9% en relación al valor registrado en 1982—, no parece constituir un objetivo excesivamente ambicioso en comparación con la experiencia reciente del Brasil. En el período 1974-1981, a pesar de la desaceleración del comercio mundial, las exportaciones brasileñas de mercaderías crecieron a una tasa media anual compuesta de 18% en dólares corrientes, esto es, a una tasa dos veces superior a la que se espera obtener en 1983. Por tanto, la meta fijada para 1983 representaría una reacción significativa en relación a la tendencia más reciente. El año pasado, después de 14 años de expansión continua, el ingreso por exportaciones sufrió una reducción de 13% en relación a 1981, pasando de us\$ 23,3 billones a us\$ 20,2 billones. Y hasta ahora no existe ninguna señal concreta de reactivación de las exportaciones. Por el contrario, como se ve en el Cuadro 3, la retracción de las exportaciones brasileñas se fue acentuando progresivamente a lo largo del año pasado: el ritmo de la caída aumentó de 6% en el primer trimestre a 11% en el segundo y a 16% en el tercero, alcanzando una variación negativa de nada menos que 19% en el período octubre-diciembre de 1982, en relación a igual período del año anterior.

Cuadro Nº 3

EXPORTACIONES BRASILEÑAS EN 1982
(VARIACIONES TRIMESTRALES EN RELACION A 1981)

(En us\$ millones)

Período	1982*	1981	1982/1981 (en %)
Enero-marzo	4.891	5.186	-5,7
Abril-junio	5.043	5.674	-11,1
Julio-septiembre	5.170	6.142	-15,8
Octubre-diciembre	5.074	6.291	-19,3

*Datos preliminares.

FUENTE: Banco Central del Brasil.

En verdad, hay varios motivos para suponer que las exportaciones pueden situarse significativamente por debajo de los us\$ 22 billones previstos por las autoridades económicas. En primer lugar, la mayor parte de los observadores continúa previendo una recuperación lenta del nivel de actividad en los países desarrollados que absorben, como se sabe, más del 50% de las exportaciones brasileñas. Por ejemplo, la proyección más reciente de la OECB estima un crecimiento real de sólo 1,5% para el PNB de sus países miembros en 1983. Como resultado de tres años consecutivos de relativo estancamiento de las economías desarrolladas, las tasas de desempleo de mano de obra y de capital alcanzaron niveles records en esos países, lo que se tradujo en una intensificación de las presiones en favor del proteccionismo y en la utilización más frecuente de prácticas comerciales restrictivas. La debilidad de la recuperación prevista para 1983 no permite prever una reducción de las elevadas tasas de desempleo en los países capitalistas desarrollados. Por el contrario, al confirmarse las proyecciones de la OECB y del FMI, la tasa media de desempleo en los países industrializados continuará *aumentando* en 1983. Por lo tanto, no parece posible anticipar una reversión de las tendencias proteccionistas a corto plazo.

En lo que se refiere a los mercados brasileños del llamado Tercer Mundo y de Europa Oriental, las perspectivas de corto plazo tampoco son muy brillantes. Como se sabe, el colapso de las ventas en los diversos mercados importantes en América Latina, en África y en Europa Oriental, consecuencia de los agudos problemas de liquidez cambiaría de estos países, fue uno de los factores responsables por la caída de las exportaciones brasileñas en 1982. Las importaciones existentes no permiten prever ningún cambio significativo en este cuadro de estrangulamiento cambiario de algunos de nuestros principales mercados en estas regiones. A ejemplo de lo que ocurre con el Brasil, docenas de países en América Latina, Europa Oriental, África y Asia van a iniciar o ya están ejecutando programas de ajuste bajo la supervisión del FMI que comprenden, generalmente, una reducción del nivel de actividad económica y de la demanda por importaciones. Una reversión rápida de la situación de la balanza de pagos de esos países (y del Brasil) sólo sería concebible si hubiese una acentuada recuperación de las economías desarrolladas y una mejoría de los términos de intercambio.

En lo que se refiere a las relaciones de intercambio, parece posible anticipar alguna recuperación de los precios de los productos básicos en relación a los niveles observados a fines del año pasado, en función de la reducción en las tasas de interés internacionales y tal vez de alguna recuperación en la demanda final. Entre tanto, la trayectoria de los precios de los productos básicos (que declinaron en forma prácticamente continua y generalizada a lo largo de 1982), sugiere que difícilmente ocurrirá en 1983 un aumento signi-

ficativo de los precios medios de exportación. A pesar de la reducción observada en el segundo semestre del año pasado, las tasas de interés internacionales continúan siendo muy elevadas en términos reales. Dada la persistencia de la impasse fiscal y la perspectiva de enfrentar déficit presupuestarios crónicos en los Estados Unidos, nada garantiza que las tasas de interés no puedan volver a subir en relación a los niveles que prevalecieron en los últimos meses. Además de eso, continúa presentándose un cuadro de exceso de oferta para varios de los principales productos primarios exportados por el Brasil (soya, azúcar, cacao, café, jugo de naranja).

Desde el punto de vista de la capacidad de competencia de las exportaciones brasileñas, se debe resaltar el posible impacto negativo de la valorización efectiva real del cruceiro en el período 1980-82. En la Carta de Intención al FMI, el Gobierno brasileño admitió por la primera vez que la declinación de las exportaciones brasileñas en 1982 puede ser atribuida en parte a la "valorización temporal del cruceiro". Aunque el desfasaje de la tasa cambiaria deba ser parcialmente compensado por la mantención del crédito-premio del IPI y por la expansión del crédito al sector exportador a tasas de interés negativas, el "atraso" cambiario acumulado en los últimos años, resultado de la política de prefijación cambiaria de 1980 y de la valorización del dólar en relación a terceras monedas en 1981-1982, continuará perjudicando el desempeño de las exportaciones brasileñas de productos manufacturados en 1983. La regla de mantener una desvalorización real de tipo gradual, uno de los criterios de desempeño definidos en el memorando técnico de entendimiento con el FMI, no puede garantizar la recuperación rápida del margen de "atraso" cambiario y sólo producirá efectos apreciables sobre las exportaciones de 1984 en adelante.

Cabe además mencionar que una parte creciente de las exportaciones brasileñas de productos manufacturados (más del 20% en 1982) está siendo colocada en el exterior con base en la concesión de financiamientos a tasas de interés favorecidas. Por constituir el crédito un instrumento fundamental de competencia y disputa de mercados, las serias dificultades financieras del Brasil y de los bancos brasileños en el exterior y los problemas asociados a la captación de nuevos empréstitos podrán representar un factor adicional de restricción de la capacidad de crecimiento de las exportaciones industriales.

En resumen, hay una serie de razones externas e internas para encarar con escepticismo cualquier previsión de recuperación significativa de las exportaciones brasileñas a corto plazo. Evidentemente, cualquier resultado sustancialmente inferior al previsto del lado de las exportaciones, sería condición suficiente para inviabilizar la meta de un superávit de us\$ 6 billones en la balanza comercial. Al contrario de lo que a veces se imagina, la exportación y la impor-

tación no son variables independientes. Dada la estructura de la pauta de importaciones en el Brasil, compuesta esencialmente de petróleo, otras materias primas básicas y bienes de capital, un corte profundo e indiscriminado de importaciones, además de amenazar la propia estructura de la economía, acabaría por afectar al sector exportador, en la medida en que resultase en la supresión de insumos esenciales e insustituibles o de difícil sustitución a corto plazo. Además, dada la tendencia a la "bilateralización" de los flujos de comercio, la reducción de las compras externas puede perjudicar la capacidad de regateo y de venta del país en diversos mercados.

Por todos esos motivos, la proyección gubernamental para el saldo de la balanza comercial puede estar sustancialmente superestimada. A no ser que se pretenda promover una recesión de proporciones nunca imaginadas, que probablemente sobrepasaría los límites internos de tolerancia en cuanto a sus efectos económicos, sociales y políticos, parece difícil admitir la posibilidad de un superávit comercial superior a us\$ 4 billones en 1983.

Cuenta de Servicios

Para los demás ítem de la balanza de pagos en cuenta corriente, las autoridades económicas proyectan un déficit de us\$ 12,9 billones en 1983, que se compone de us\$ 9 billones de interés (líquidos) y de us\$ 3,9 billones de otros servicios (utilidades y dividendos, viajes internacionales, gastos gubernamentales en el exterior, fletes, alquileres, *royalties*, asistencia técnica, etc.) y transferencias unilaterales. Tal como en 1981 y 1982, el problema mayor de las proyecciones oficiales para la cuenta de servicios en 1983 reside en la probable subestimación de los pagos líquidos por intereses. Como se ve en el Cuadro 2, la estimación oficial supone una reducción de cerca de 20% en la cuenta líquida. Esta estimación, como se sabe, se basa en la hipótesis de un LIBOR (tasa interbancaria en el mercado de Londres) medio de 10% para 1983. De hecho, parece correcto esperar una reducción significativa en el LIBOR medio este año. A juzgar por la tendencia reciente, la media para 1983 difícilmente alcanzará el nivel de 16% observado en el periodo julio 1981 a julio 1982.

Entretanto, hay por lo menos cuatro razones para suponer que la cuenta líquida de intereses pueda superar por mucho margen los us\$ 9 billones previstos por las autoridades económicas: a) la posibilidad concreta de que la tasa de interés internacional permanezca algunos puntos porcentuales por encima de la hipótesis oficial básica; b) el crecimiento significativo de la deuda total del Brasil (inclusive obligaciones no registradas por el Banco Central) en un pasado reciente; c) la elevación del *spread medio* pagado por el Bra-

sil en las operaciones con el mercado bancario internacional (hecho que viene ocurriendo desde 1980 y que ciertamente se repetirá este año, dado que resulta de la sustitución de operaciones antiguas, contratadas hasta 1979 a *spreads* bajos, por nuevas operaciones contratadas a los *spreads* mucho más elevados vigentes para el Brasil desde 1980); y d) el efecto sobre los intereses de la reducción de las reservas internacionales y de la mora de países contra los cuales el Brasil posee créditos.

En lo que se refiere a la estimación de la tasa media de interés, en primer lugar cabe enfatizar la extrema sensibilidad de las proyecciones de gastos con intereses en relación a variaciones en las tasas básicas de interés (*LIBOR* y *Prime-Rate*). Según estimación oficial, nada menos que el 77% de la deuda externa brasileña de mediano y largo plazo fue contratada a tasas de interés fluctuante², esto es, a tasas periódicamente reajustables (generalmente de seis en seis meses), de acuerdo con la fluctuación del costo de captación interbancaria (*LIBOR*) u otra tasa de interés de referencia (*Prime-Rate* en los Estados Unidos, *CD Rate*, etc.). En consecuencia, la fluctuación de la *LIBOR* afecta no sólo el costo corriente de captación de nuevos créditos, sino también el costo de la mayor parte de la deuda contratada en el pasado. Dadas la dimensión y estructura de la deuda brasileña, una variación de sólo un punto porcentual en la *LIBOR*, en términos de media anual, provoca una variación de cerca de us\$ 700 millones en los pagos brutos de intereses. Si la tasa media de interés está sólo dos puntos porcentuales por encima de lo previsto por las autoridades brasileñas, la cuenta líquida de interés podrá totalizar más de us\$ 10 billones en 1983.

De hecho, hay motivos para prever una tasa media de interés superior a los 10% previstos en la programación oficial. Como existe cierto desfase (en general de seis meses) entre las variaciones de la tasa de interés y las variaciones correspondientes en los pagos de intereses, desfase que se deriva de la forma cómo se definen habitualmente los contratos de empréstito en el mercado bancario internacional, ya se conoce a esta altura el valor de la tasa básica para gran parte de los pagos de interés previstos para 1983. Entre julio 1982 y enero 1983, la *LIBOR* media se situó en 11% un poco por encima de la media proyectada por las autoridades económicas.

Además, aunque la inestabilidad de las tasas de interés internacionales imposibilite cualquier previsión segura, hay indicaciones de que las tasas deben volver a subir a corto plazo. La causa básica de la reducción observada en las tasas de interés internacionales desde mediados del año pasado parece haber sido un significativo aflojamiento del control monetario por parte de la Reserva Federal.

²Conselho Monetário Nacional, "Programação do Setor Externo em 1983", Brasília, 25/10/82, p. 12.

Unida a una posible reducción de las expectativas inflacionarias, la expansión de la oferta monetaria en los Estados Unidos redujo en varios puntos porcentuales las tasas de interés para aplicaciones en dólares, aliviando las presiones sobre las tasas para las operaciones con las demás monedas convertibles.

Pero el radio de maniobra de la política monetaria depende decisivamente de la evolución de la política fiscal. La insistencia del Ejecutivo de los Estados Unidos en continuar defendiendo, contra toda la evidencia de los hechos, los principios centrales de la política fiscal adoptada desde el comienzo de la Administración Reagan (drástica elevación de los gastos militares y reducción simultánea de la carta tributaria), mantienen viva la expectativa de sustanciales déficit presupuestarios en los próximos años. Dado que los déficit fiscales responden en parte importante a la demanda global de créditos y contribuyen a reforzar la rigidez de las expectativas inflacionarias, la impasse fiscal podrá contribuir, directa o indirectamente, a la nueva elevación de las tasas de interés en un plazo no muy lejano. La reactivación de la economía americana esperada para este año, aunque modesta, podrá resultar en una presión adicional sobre la tasa de interés por el lado de la demanda de créditos. El propio ablandamiento de la política monetaria, aparentemente el principal factor por detrás de la reducción de las tasas en los últimos seis meses, puede contribuir y a plazo más largo y sobrepasado cierto límite difícil de determinar *a priori*, a reforzar las expectativas inflacionarias y a provocar una nueva subida de las tasas nominales de interés.

En verdad, sólo sería posible una reducción duradera de las tasas de interés en los Estados Unidos (y en los demás países industrializados), si hubiese un cambio radical en el *policy mix*, esto es, una reducción significativa en los gastos militares planeados por el Gobierno americano, un abandono del programa de cortes tributarios y un relajamiento simultáneo de la política monetaria de la Reserva Federal. A no ser que el Congreso consiga reorientar la política presupuestaria, el margen de maniobra de la Reserva Federal continuará siendo bastante limitado. Como la reducción de los impuestos constituyen un aspecto central del programa del Gobierno de Reagan y de las convicciones personales del Presidente americano, parece difícil admitir un cambio sustancial en la orientación de la política fiscal de la actual Administración.

En lo referente a los demás ítem de la balanza de servicios, el análisis de la proyección oficial se ve perjudicado porque la estimación de un déficit de us\$ 3,9 billones representa una suma de cuentas heterogéneas, respecto de las cuales todavía no se dispóné de informaciones específicas ni siquiera para 1982. La probable caída en el flujo comercial total y la introducción del "dólar-turismo" y de otras restricciones o viajes de turismo al exterior, podrán resul-

tar en la reducción de los gastos relacionados con transporte y viajes internacionales. Por otro lado, el aumento del número de operaciones de *leasing* y *lease-back* permite anticipar un crecimiento posiblemente significativo de los pagos de alquiler al exterior. Además, la profundización de la recesión y el clima de creciente incertidumbre en el Brasil, podrán traducirse en una aceleración de remesas de utilidades y dividendos. El compromiso asumido por el Gobierno de eliminar, durante el primer año de acuerdo con el FMI las limitaciones a las remesas externas de tasas de asistencia técnica y *royalties* y del impuesto adicional progresivo sobre las remesas de utilidades y dividendos (párrafo 26 de la Carta de Intención al FMI y párrafo 6 del Memorándum Técnico de Entendimiento), también podrán contribuir a aumentar el déficit de la cuenta de servicios.

Como las transferencias sin contrapartida son de poca importancia en el caso del Brasil, el saldo en transacciones corrientes resulta básicamente de la suma del saldo comercial y del saldo de la cuenta de servicios. Aunque se acepten las proyecciones oficiales para las importaciones y el déficit en servicios, excepto intereses, las informaciones disponibles sobre la tendencia de las exportaciones y de la cuenta líquida de intereses indican que la previsión oficial para el déficit en cuenta corriente de 1983 debe estar subestimada en por lo menos us\$ 8 billones. Incluso si se confirma la expectativa de una recesión severa, la meta de un déficit corriente de sólo us\$ 7 billones, parece por lo tanto excesivamente ambiciosa y de difícil concretización.

Cuenta de Capital

Lamentablemente, los problemas de programación gubernamental para las cuentas externas en 1983 no terminan ahí. También parecen discutibles algunos de los principales flujos registrados en la proyección para la cuenta de capital y en la estimación del valor de la deuda externa a corto plazo.

La previsión oficial de un flujo líquido de us\$ 1,5 billones bajo la forma de inversiones directas (excluyendo reinversiones), supone un crecimiento de cerca de 50% en relación al valor registrado en 1982. Además de eso, las autoridades económicas cuentan con un ingreso de us\$ 500 millones, bajo la forma de empréstitos directos entre compañías; esto es, operaciones entre matriz y filial que, como se sabe, constituyen una forma velada de inversión directa³. Al considerar el cuadro de creciente incertidumbre que se deriva de la situación económica general del Brasil y en particular de la difi-

³Ver, por ejemplo, Eduardo A. Guimarães y Pedro S. Malan, "A Opção entre Capital de Empréstimo e Capital de Risco", IPEA/INPES, mimeo, marzo 82, texto Nº 46, pp. 1-15.

cultad en continuar cubriendo normalmente el servicio de la deuda externa, resulta difícil admitir una expansión de este orden en la entrada de inversiones extranjeras. La perspectiva de una profundización del proceso recesivo en 1983, después de dos años de crecimiento económico negativo o cercano a cero, y la expectativa de que la primera mitad de los años 80 podría caracterizarse como un período prolongado de crecimiento lento o incluso de reducción continuada del nivel de actividad de la economía brasileña, deberá resultar en el abandono o postergación de proyectos de inversión en el Brasil. En el plano externo, como las tasas de interés en el mercado financiero internacional constituye un punto de referencia para decisiones de inversión de empresas que operan en escala internacional, su mantención a un nivel real elevado podrá contribuir a restringir la entrada de capitales directos al Brasil.

La proyección oficial para el ingreso del financiamiento de importaciones y proyectos a mediano y largo plazos (organismos internacionales, agencias gubernamentales y crédito de proveedores), estimada en us\$ 4,5 billones, también parece poco realista. Aunque se puede prever la entrada de recursos adicionales del Banco Mundial, no se comprende cómo el flujo de financiamientos vinculados a importaciones y proyectos podrá crecer cerca de 40% en 1983, cuando el propio Gobierno anuncia que pretende asegurar la reducción drástica de las importaciones (menos 18% en relación a 1982) y de la inversión de las empresas estatales (menos 19% en términos reales).

A pesar del crecimiento del stock de la deuda, las estimaciones oficiales referentes a las amortizaciones brutas de mediano y largo plazos —us\$ 7,2 billones previstos para 1983— supone una reducción de cerca de 12% en relación a las amortizaciones de 1982 (Cuadro Nº 2). Como la deuda externa bruta de mediano y largo plazos creció cerca de 13% en 1982, pasando de us\$ 61,4 billones el 31/12/82, la proyección de una caída significativa en las amortizaciones de mediano y largo plazos implica admitir una mejora apreciable en el perfil de la deuda registrada de plazo final superior a un año, tal vez como efecto desfasado del aumento del plazo mínimo de registro, de 5 a 8 años, decretado en noviembre de 1978. Para confirmar la estimación oficial, la tasa de amortización (definida como la relación entre las amortizaciones debidas en determinado año y el stock de la deuda al final del año anterior), tendrá que sufrir una reducción acentuada, pasando de 13,3% en 1982 a 10,3% en 1983.

De cualquier forma, como el Brasil reescalonaría los pagos del principal debido a los bancos extranjeros, la proyección de las amortizaciones constituye un aspecto secundario de las cuentas externas de 1983. Entretanto, la evidente superestimación del ingreso de recursos externos bajo la forma de inversiones y refinanciamientos de mediano y largo plazos, que podrá situarse por lo menos en us\$ 2

billones por debajo de lo previsto por las autoridades económicas y la subestimación de por lo menos us\$ 3 billones en la cuenta corriente de la balanza de pagos, sugieren que la necesidad bruta de empréstitos externos en moneda (menos los desembolsos en moneda ya incluidos en la cuenta de financiamientos vinculados a proyectos), deberá superar en por lo menos us\$ 5 billones el valor proyectado en la programación gubernamental para las cuentas externas en 1983.

Deuda Externa

Por lo que se puede inferir de las informaciones existentes sobre la deuda externa de corto plazo del Brasil, los datos de endeudamiento total divulgados recientemente por el Banco Central pueden estar significativamente subestimados. Desgraciadamente, el Banco Central no mantiene un control y registro adecuado de las operaciones de plazo original inferior a 12 meses. De esta forma, los números oficiales referentes a la deuda de corto plazo constituyen sólo estimaciones.

El Cuadro Nº 4 registra estimaciones independientes de la deuda externa de corto plazo del Brasil (exclusive la deuda de agencias y sucursales de bancos brasileños en el exterior), elaborados en base a datos divulgados por el BIS, referentes a la distribución temporal y geográfica de los activos de bancos localizados en los países industrializados y en informaciones del Banco Central del Brasil sobre el valor de la deuda externa registrada con un plazo remanente de hasta un año. Las estimaciones de la deuda externa de corto plazo presentadas en este cuadro deben ser encaradas como datos aproximados, elaborados en base a informaciones confiables pero incompletas. En verdad, si bien los datos del BIS son bastante amplios, no cubren la totalidad de las operaciones bancarias internacionales, y las estimaciones registradas en el Cuadro Nº 4 deben ser consideradas como un límite inferior para el valor de la deuda externa total del Brasil. De cualquier modo, las estimaciones presentadas sugieren que la deuda externa de corto plazo no registrada por el Banco Central fue siempre superior a las estimaciones oficiales en los últimos dos años⁴.

El valor de la deuda externa brasileña a fines del año pasado puede ser estimada en base a datos relativos a la deuda de corto plazo en junio de 1982 y en informaciones divulgadas por el Banco Central. Como ya se dijo, la deuda total correspondiente a las operaciones de enlace de corto plazo, desembolsadas en el segundo semestre de 1982, totalizaba cerca de us\$ 3,7 billones el 31/12/82. Según datos preliminares del Banco Central, en el segundo semestre se ve-

⁴Ver, por ejemplo, los documentos del Consejo Monetario Nacional para el sector externo en 1981 y 1982.

rificó una pérdida de cerca de us\$ 3,1 billones en las líneas de crédito de corto plazo (inclusive errores y omisiones). Abstrayéndose del efecto de las variaciones del dólar en relación a terceras monedas (dado que se desconoce la composición monetaria de las obligaciones de corto plazo), la deuda externa de corto plazo el 31/12/81 (exclusive la deuda de bancos y empresas brasileñas en el exterior) puede ser estimada, por lo tanto, en cerca de us\$ 15 billones, valor que supera en us\$ 2,5 billones el total de us\$ 12,5 billones divulgado recientemente por el Banco Central (us\$ 8,8 billones referentes a deudas comerciales de corto plazo y us\$ 3,7 billones de empréstitos puente). El 31/12/82, la deuda externa total (de residentes)⁵ alcanzaría por lo menos a us\$ 85 billones, pues datos del Banco Central sitúan la deuda registrada de mediano y largo plazos en cerca de us\$ 69,7 billones (Quadro Nº 4).

Quadro Nº 4

ESTIMACION DE LA DEUDA EXTERNA TOTAL
DEL BRASIL, 1980-1982
(En us\$ billones)

Período	Deuda Externa Bruta de de mediano y largo plazo ^a (A)	Deuda Externa de corto plazo ^b (B)	Deuda Externa Total (C) = (A) + (B)
1980 Junio	51,6	7,5	59,1
Diciembre	53,3	10,6	64,4
1981 Junio	56,1	9,8	63,9
Diciembre	61,4	13,9	75,3
1982 Junio	64,4	14,5	78,9
Diciembre	69,7	15,1	84,8

^aExclusive pasivos de bancos y empresas brasileñas con sede en el exterior. Los datos del BIS son presentados de acuerdo con un criterio territorial, esto es, los datos referentes a bancos en los Estados Unidos, por ejemplo, cubren todos los bancos localizados en los Estados Unidos que informan al BIS, tanto americanos como extranjeros. Esas informaciones no pueden, por lo tanto, ser utilizadas para estimar la deuda de agencias y sucursales de bancos brasileños localizados en el exterior.

^bDeuda registrada por el Banco Central del Brasil.

^cEstimado con datos del Bank for International Settlements y por el Banco Central del Brasil. Para mayores detalles sobre elaboración de estimaciones, ver Paulo Nogueira Batista Jr., "O Brasil e a Situação Financeira Internacional", FGV/IBRE/CEMEL, mimeo, noviembre 82, pp. 20 y 21 (ver capítulo 1.4 de este li-

⁵Cabe observar que los empréstitos-puente establecidos por bancos comerciales extranjeros pueden incluir operaciones realizadas con agencias del Banco de Brasil en el exterior.

Perspectivas

Al contrario de lo que a veces se supone, los cuatro "proyectos" de financiamiento propuestos a los bancos extranjeros en diciembre, complementados por poco más de us\$ 2 billones del FMI, no serían por consiguiente capaces de garantizar un aporte suficiente de recursos para 1983. Como ya se vio, el análisis de las diversas cuentas de la balanza de pagos y de las informaciones existentes sobre la deuda de corto plazo revela diversos aspectos dudosos en las proyecciones utilizadas como base para la negociación con los acreedores externos. En primer lugar, el déficit en transacciones corrientes podrá situarse por lo menos us\$ 3 billones por encima de lo previsto (básicamente como consecuencia de una evaluación inadecuada de las perspectivas para las exportaciones y para la cuenta líquida de intereses). En segundo lugar, la entrada de recursos externos bajo la forma de inversiones directas y financiamientos de importación y proyectos, puede estar superestimada en por lo menos us\$ 2 billones. Finalmente, las necesidades de refinanciamiento asociadas a la existencia de obligaciones de corto plazo pueden estar subestimadas en más de us\$ 5 billones.

Incluso si se acepta la información del Banco Central sobre el valor total del pasivo interbancario de corto plazo de agencias y sucursales de bancos brasileños en el exterior —estimado en us\$ 10 billones para noviembre de 1982— la necesidad bruta total de recursos externos (inclusive el refinanciamiento de las posiciones de corto plazo), llegaría por lo tanto a cerca de us\$ 42 billones en 1983, superando en por lo menos us\$ 8 billones las estimaciones oficiales ya mencionadas (Cuadro N° 2).

En este contexto, se pueden visualizar cuatro posibles salidas como puntos básicos para la inevitable segunda ronda de negociaciones con los bancos internacionales, el FMI y los gobiernos de los países industrializados: a) empréstitos bancarios adicionales (además de los recursos previstos en el Proyecto 1); b) suspensión de pagos de intereses; c) mayor compromiso directo de los organismos multilaterales y de los gobiernos y bancos centrales de los países desarrollados en el aporte de recursos financieros para el Brasil; y d) contención todavía más drástica de las importaciones.

Cada uno de estos posibles puntos de negociación comprenderían sin duda dificultades evidentes para llevarlas a cabo. En pri-

bro). Los datos en la columna B fueron estimados en base a la hipótesis de que la distribución temporal de los activos bancarios no-alocados es igual a la distribución temporal de los activos.

FUENTES: Datos brutos: Banco Central del Brasil y Bank for International Settlements. Elaboración Centro de Estudios Monetarios e de Economía Internacional, IBRE/FCV.

mer lugar, parece remota la posibilidad de contemplar una reducción aún mayor de las importaciones brasileñas. Si la caída proyectada por el Gobierno ya debería exigir una reducción sin precedentes y peligrosa del nivel de actividad y empleo en el Brasil, ¿qué decir de un esquema de ajuste que pretendiese asegurar la contención adicional de las importaciones? Dentro de lo que sea posible, la tarea básica de los negociadores brasileños es justamente utilizar todo nuestro poder de regateo para evitar que el peso de una crisis de la balanza de pagos, cuyo origen es en buena parte externo, recaiga exclusivamente sobre la sociedad brasileña bajo la forma de una profundización dramática de la recesión, desarticulación de la estructura industrial y desempleo creciente.

Por otro lado, cabe reconocer que los bancos enfrentan serias restricciones para ampliar el flujo de créditos nuevos para el Brasil y otros países en posición semejante. El mercado bancario internacional atraviesa una crisis inédita en la postguerra; crece mes a mes el número de países imposibilitados de mantener el servicio de sus deudas junto a los bancos internacionales; pena sobre el mercado la amenaza de un colapso financiero semejante al del inicio de la década del 30. Incluso si se consigue evitar la repetición de la traumática experiencia de los años 30, el hecho es que la crisis del mercado bancario internacional no es transitoria, puesto que la mora simultánea de grandes deudores como el Brasil, México, Argentina y Polonia, tendrá una repercusión duradera sobre la tasa de expansión de los préstamos bancarios internacionales.

Si en este contexto de crisis de confianza los bancos se mostraran incapaces de proporcionar recursos adicionales bajo la forma de nuevos empréstitos, sería probablemente inevitable un agravamiento de la situación financiera del Brasil. En la ausencia de otras fuentes de recursos, el Brasil no tendrá otra salida sino que la de suspender o postergar los pagos de intereses, de forma de asegurar un flujo mínimo de importaciones y defender el nivel de actividad económica.

No hay duda que si los organismos multilaterales y los gobiernos de los países desarrollados estuvieran preparados para participar de forma más significativa, por medio del aporte directo de recursos, de las operaciones de salvamento financiero del Brasil y de otros países, los problemas de la comunidad bancaria y de los países endeudados podrían ser atenuados sustancialmente. La probable elevación de las cuotas del FMI constituye un primer paso en esta dirección. Entretanto, la tentativa de comprometer en forma más intensa los gobiernos de los países desarrollados en el abastecimiento directo de capitales o en la absorción de una parte del peso de la crisis financiera, aunque pueda parecer absolutamente indispensable, deberá tropezar con serias resistencias en el plano político interno. Dada la existencia de una crisis fiscal generalizada, que ata-

ñe al conjunto de los principales países capitalistas desarrollados, se puede prever que cualquier plano gubernamental de sustentación financiera de los bancos internacionales y de los países deudores iría a topar con una oposición cerrada en los parlamentos, en la prensa y en la opinión pública en los países industrializados.

De lo que se dijo se infiere que no existe salida fácil que permita escapar de los costos asociados al proceso de ajuste de las cuentas externas. Por otro lado, es preciso abandonar la ilusión, todavía frecuente en ciertos medios, de que la adopción de una política rigurosa y austera, bajo los auspicios del FMI, pueda solucionar el problema del desequilibrio profundo del sector externo de la economía brasileña. Como resaltó Henry Kissinger en artículo publicado recientemente por la revista *Newsweek*, el FMI fue concebido con la finalidad de socorrer a países *individuales* en dificultades *temporales* de pagos externos y no para lidiar con una crisis del sistema económico-financiero mundial, cuyo desdoblamiento atañe a varias decenas de países deudores simultáneamente. El aumento de los recursos a disposición del FMI no será capaz de resolver la contradicción inherente a la estrategia básica de ajuste recomendada por la institución. Su intervención en un número creciente de países tenderá a intensificar el proceso deflacionario acumulativo resultante de medidas unilaterales en los planos cambiario, fiscal y monetario, contribuyendo a retardar la recuperación de la economía mundial. Las "condicionalidades" del FMI simplemente no pueden funcionar si se aplican al mismo tiempo en decenas de países, sobre todo en un período de recesión generalizada en los países industrializados.

En lo que se refiere a la tantas veces prometida, pero siempre diferida, recuperación de la economía internacional, el Brasil debe buscar por todos los medios una negociación financiera más amplia de la que proponen actualmente las autoridades económicas brasileñas con apoyo de un grupo de grandes bancos americanos. El análisis de las cuentas externas brasileñas y del escenario internacional revela la necesidad de un esquema de renegociación que comprenda un grado sustancialmente mayor de cooperación financiera externa. Para que esto fuese posible, la primera regla sería no efectuar proyecciones irrealizables para las cuentas externas. En las actuales circunstancias, la eficacia de este tipo de táctica como método para vencer resistencias a corto plazo es probablemente muy limitada y el no concretizar las proyecciones oficiales sólo contribuye a provocar un desgaste aún mayor de la credibilidad externa del país. Tal vez los propios bancos encarasen con más simpatía un esquema de negociación amplia, basado en argumentos sólidos y en una evaluación más realista de la capacidad de ajuste de la economía brasileña a corto plazo. Como afirmó el director y portavoz del Deutsche Bank, Wilfred Guth, en un artículo sobre la situación fi-

nanciera internacional publicado recientemente por el *Frankfurter Allgemeine*, los bancos podrían preferir una renegociación auténtica y sustentable a una sucesión de enmiendas anuales.

En el caso de que no fuera posible un esquema más amplio, debido a la resistencia de los acreedores o a nuestra incapacidad de negociación, la única salida sería suspender los pagos de intereses al exterior, en lo que estaríamos sólo siguiendo el precedente ya establecido por algunos países deudores en el pasado reciente, como México, Polonia y otros.

En verdad, no parece razonable imaginar que la preocupación de proteger los balances de nuestros bancos acreedores en el exterior pueda llevar a la sociedad brasileña a aceptar un sacrificio todavía mayor del que ya está implícito en la programación gubernamental.

En el esfuerzo de corrección del desequilibrio externo, no se debe perder de vista la necesidad básica de resguardar la estructura económica interna de decisiones macroeconómicas drásticas, adoptadas en nombre de la autoridad. El futuro del país depende de nuestra capacidad de evitar la ejecución de una política económica que, con el pretexto de preservar el mercado financiero internacional de nuevos traumas y de conservar una apariencia de normalidad en las relaciones del Brasil con sus acreedores bancarios, resulte en perjuicios irreparables la estructura básica de la economía brasileña imponga sacrificios insoportables desde los puntos de vista sociales y políticos.

LA DEUDA EXTERNA BRASILEÑA: SEGUNDA FASE DE LA RENEGOCIACIÓN

Pasados cinco o seis meses de ardua negociación con los acreedores extranjeros y de la progresiva profundización de las dificultades de la balanza de pagos del Brasil, se hizo patente que el esquema de ajuste y financiamiento externo definido por el equipo económico brasileño, con apoyo de un grupo de grandes bancos americanos y con la aprobación del FMI, no podrá ser cumplido tal como fue formulado inicialmente. En verdad, la falta de realismo de las medidas y proyecciones que servirán de base al programa de política económica para 1983, tanto en su parte interna como en la externa, ya era perceptible en la época de su presentación; los acontecimientos recientes tienden sólo a confirmar el escepticismo manifestado por algunos observadores desde fines del año pasado.

Cada vez está más claro que el Brasil se verá forzado, de nuevo en 1983, a buscar una ampliación del esquema de financiamiento y reescalonamiento parcial de la deuda presentada a los bancos privados internacionales en diciembre de 1982. Como se sabe, este úl-

timo consiste de cuatro "proyectos" complementarios de financiamiento y refinanciación externa, que deberían constituir la contrapartida financiera en 1983 del esquema de ajuste trienal acordado con el FMI. Como ha quedado claro desde el principio para quien sigue de cerca la evolución de la economía brasileña, este esquema de renegociación parcial de la deuda era, para cualquier criterio, visiblemente insuficiente e inadecuado.

Aunque la programación gubernamental para el sector externo fuese exitosa en *todos* sus puntos principales, el esquema definido no sería capaz de restablecer condiciones adecuadas para la administración de las cuentas externas brasileñas. Como se sabe, el Brasil inició el año 1983 con reservas internacionales líquidas *negativas* en varios billones de dólares. Aunque todo ocurriese conforme a lo programado, el esquema presentado a los acreedores extranjeros en diciembre de 1982 no habría permitido ningún aumento de las reservas internacionales líquidas en relación al nivel en que éstas se encontraban a fines de 1982. A pesar del inmenso esfuerzo de ajuste inevitablemente asociado a la reducción de más del 50% proyectada para el déficit en transacciones corrientes —reducción que probablemente resultaría en un tercer año de recesión o estagnación— el Brasil continuaría en la misma posición de extrema vulnerabilidad desde el punto de vista cambiario.

Mas, el programa de financiamiento tal como fue presentado a fines del año pasado, si bien insuficiente, no tuvo éxito en algunos puntos centrales. La experiencia de los últimos meses demostró la imposibilidad de concretizar una de las premisas básicas del esquema de renegociación parcial en curso: la suposición de que sería factible obtener el compromiso *voluntario* del conjunto de bancos extranjeros en la sustentación de las posiciones de corto plazo del Brasil. El fracaso parcial del Proyecto III, de refinanciamiento de líneas comerciales de corto plazo, y en especial del Proyecto IV, de recomposición de líneas interbancarias para agencias y sucursales externas de bancos brasileños, parece haber contribuido significativamente al agravamiento de la situación al inicio de este año. A pesar de las sucesivas tentativas de demostrar la firmeza con que el Brasil pretende implementar un programa de "ajuste voluntario" —es en este contexto que se debe situar la maxidesvalorización de febrero—, la resistencia obstinada de una parte sustancial de la comunidad bancaria internacional impidió que fueran alcanzados los niveles de financiamiento y refinanciamiento previstos para las deudas de corto plazo en Brasil y de bancos brasileños localizados en el exterior. Esta resistencia de los bancos parece deberse a una combinación de factores: insatisfacción por la manera cómo fue encaminada la negociación; incompatibilidad entre las pretensiones brasileñas y el modo de funcionamiento del mercado interbancario; crisis de confianza en relación al conjunto de los tomadores latino-

americanos; crecientes dudas en cuanto a la confiabilidad de los números brasileños y descontento de diversos sectores bancarios frente a la posición destacada asumida por los bancos de Nueva York en el proceso de negociación de los cuatro "proyectos" brasileños.

Además, el esquema de financiamiento externo y de renegociación parcial de la deuda, en curso desde fines de 1982, se basaba en una serie de hipótesis bastante discutibles sobre el comportamiento de las cuentas externas brasileñas en 1983. Una evaluación de las perspectivas de la balanza de pagos y de las informaciones preliminares referentes al primer trimestre de este año, indica claramente la inviabilidad de las proyecciones oficiales. El déficit en cuenta corriente deberá situarse sobre los us\$ 7 billones programados, como consecuencia del probable resultado *efectivo* de la balanza comercial y de un déficit en la balanza de servicios superior a lo previsto. En este contexto, vale la pena recordar que existe una sustancial discrepancia y desfase temporal entre la entrada y salida física de *mercaderías* y la entrega de *divisas*, esto es, entre los resultados "nominales" de exportación e importación, divulgados mensualmente por el Gobierno, y el impacto de estos flujos comerciales sobre las arcas de las autoridades monetarias. Datos preliminares del Banco Central, distribuidos a los bancos responsables de la coordinación de las negociaciones en una reunión realizada recientemente en Londres y divulgados posteriormente por diarios brasileños, indican, por ejemplo, que en el primer período de este año, período para el cual las estadísticas de la CACEX acusaron un superávit de us\$ 844 millones, la entrada líquida efectiva de divisas en la balanza comercial (*cash flow basis*) fue de apenas us\$ 75 millones.

Lo inadecuado de la programación externa se torna más visible cuando se consideran, por otro lado, las estimaciones referentes al movimiento de capitales. Hay indicaciones seguras de que las proyecciones oficiales superestimaron por gran margen el ingreso de inversiones directas y de financiamientos de importaciones y proyectos (mediano y largo plazos). La entrada de inversiones directas, cuyo ingreso anual estaba previsto inicialmente en us\$ 1,5 billones, fue inferior a us\$ 80 millones en el primer trimestre, sin haber acusado reacción alguna después de la maxidesvalorización de febrero. Las informaciones disponibles sugieren también que la deuda de corto plazo, no registrada por el Banco Central, habría sido significativamente subestimada en las cuentas divulgadas en diciembre.

La combinación de este conjunto de problemas se tradujo en una presión sin precedentes sobre las cuentas externas del país. Agotadas las reservas internacionales y dada la imposibilidad de continuar recurriendo en la escala necesaria a empréstitos compensatorios de corto plazo, el Brasil no tuvo otra alternativa sino retrasar

los pagos, esto es, postergar la liquidación de obligaciones vencidas. El dato más reciente, referente a marzo, indica que la posición de caja del Banco Central era negativa en nada menos que us\$ 1 billón.

Frente a este colapso de las cuentas externas y de la capacidad de pago del país, la estrategia inicial de las autoridades económicas brasileñas y de los bancos coordinadores del proceso de negociación externa del Brasil parece haber sido la de retardar una redefinición clara, en la esperanza de que todavía sería posible salvar apariencias y resistir hasta fines del año para aceptar, en el contexto de la inevitable negociación del esquema financiero para 1984, los compromisos pendientes y el "residuo" de 1983. Entretanto, un análisis realista de la situación sugiere claramente que el fracaso de los "Proyectos" III y IV y la dimensión de hiato entre los empréstitos financieros previstos y las necesidades efectivas del Brasil, ya no permiten dilatar la urgente redefinición del programa para el sector externo en 1983. De hecho, las informaciones más recientes llevan a la conclusión de que aunque se alcance un superávit *efectivo* de us\$ 6 billones en la balanza comercial, existiría una necesidad adicional, no prevista en el esquema en curso, de varios billones de dólares bajo la forma de empréstitos en moneda o entradas líquidas de empréstitos compensatorios de corto plazo. Si el Brasil no puede captar estos empréstitos adicionales y/o no fuese capaz de reescalonar una porción más amplia de los pagos relacionados a la deuda externa, el volumen de atrasos llegará rápidamente a niveles insostenibles.

En lo que se refiere al programa de ajuste definido por Brasil y aprobado por el FMI, el grado de irrealidad de los números no es menor. Como se sabe, este programa prevé para 1983 metas o criterios trimestrales de desempeño para el saldo global de la balanza de pagos, política fiscal y monetaria, crecimiento de la deuda externa y política cambiaria. El punto central del ajuste interno previsto es una dramática reducción de las necesidades globales de financiamiento del sector público no financiero, tal como fueron definidas en el Memorándum Técnico de Entendimiento. De acuerdo con la Carta de Intenciones, en la versión revisada después de la maxidesvalorización de febrero de 1983, las necesidades de financiamiento del sector público deberían ser reducidas de 16,9% en 1982 a 8,8% del PIB en 1983. El Memorándum Técnico estableció los techos trimestrales correspondientes, definidos en cruzeiros *corrientes*. Salvo la revisión de metas y criterios, el grado de apertura fiscal proyectado estará por lo tanto en razón directa de la tasa de inflación interna. Como es de conocimiento general, la estimación de una tasa de inflación media de 100% para 1983, contenida en la Carta de Intenciones de febrero, no tiene la menor correspondencia con la tendencia efectiva de la inflación. Aunque se pudiese considerar factible el grado de contratación fiscal implícito en las metas

nominales con una inflación media de 100%, el cumplimiento de estas metas se revela como literalmente imposible cuando el ritmo anual medio de crecimiento de los precios llega a la faja de 120% o más, como parece probable a la luz de la tendencia reciente.

Como recordó Edmar Bacha en un trabajo reciente⁶, el servicio de la deuda pública interna responde por cerca de la mitad de las necesidades globales de financiamiento del sector público. Si tomamos en cuenta la dimensión del servicio de la deuda externa y su sensibilidad al nivel de corrección monetaria, y sobre todo al ritmo de desvalorización cambiaria, una hipótesis más realista sobre la tasa de inflación nos lleva a la conclusión de que el servicio de la deuda interna absorbería la totalidad del techo establecido en el acuerdo con el FMI para las necesidades financieras globales del sector público, lo que implicaría un violento ajuste de la carga tributaria, de los precios controlados por el Gobierno, de las tarifas públicas y/o en los gastos públicos, sin contar con el servicio de la deuda externa. Dado el grado de desequilibrio de los diversos presupuestos gubernamentales, la tentativa de cumplir esta meta trazada, además de reforzar la aceleración inflacionaria a corto plazo, produciría necesariamente una recesión de proporciones "chilenas", cuyas repercusiones en todos los campos de la vida del país no es necesario describir.

No hay la menor duda en cuanto a la inviabilidad del programa en curso. Este hecho innegable debe ser reconocido cuanto antes por el Brasil y por el FMI, para que pueda ser encontrada una solución aceptable.

En verdad, la experiencia de estos últimos meses sugiere que el FMI no estaba efectivamente preparado para lidiar con la inmensa complejidad de los problemas de un país como el Brasil. Hay indicaciones cada vez más claras de que hubo errores de evaluación bastante graves, en ambas partes, y que el programa tal como fue establecido en febrero necesita ser revisado inmediatamente, de forma de evitar daños adicionales a la credibilidad del FMI y a la política económica brasileña. El FMI no puede permitir bajo pena de desgastar su imagen, o su prestigio y la capacidad efectiva de su actuación en el Brasil y en otros países, que se verifiquen desvíos a los criterios de actuación definidos. Por otro lado, no puede insistir de forma obstinada en la observancia de metas formuladas inadecuadamente y absolutamente inaccesibles.

La experiencia reciente del Brasil parece también ilustrar con claridad las evidentes limitaciones del tipo de táctica que está siendo utilizada por el equipo económico brasileño. La utilización de proyecciones excesivamente optimistas, por lo menos en parte, de

⁶Edmar L. Bacha, "The IMF Threat: The Prospects for Maladjustment in Brazil", mimeo, FUC-RJ, mayo 1983, pp. 6, 7.

forma deliberada, con la intención de ganar tiempo y vencer resistencias en el cortísimo plazo, sólo son eficaces dentro de límites bastante estrechos. Si el grado de irrealidad de los números presentados es evidente y si el margen de error sobrepasa los límites de lo razonable, este tipo de táctica se vuelve contraproducente.

Por lo tanto, se debe abandonar la tentativa de cumplir (o de simular que se pretende cumplir) las metas tal como fueron definidas con aprobación del FMI y la vana tentativa de diferir la redefinición y suplementación del esquema presentado a los bancos a fines del año pasado. Parece preferible procurar reformular cuanto antes el programa aprobado por el FMI en febrero, modificando abiertamente los criterios de actuación. Parece indispensable también reconocer desde ahora la insuficiencia del esquema actual de renegociación parcial de la deuda, procurando levantar créditos externos adicionales, no previstos en la programación inicial de 1983 y/o negociando un reescalonamiento más amplio del servicio de la deuda externa. Cualquier demora adicional sólo contribuirá a agravar los apremiantes problemas internos y externos de la economía brasileña.

La recomposición del programa de 1983 no nos exime evidentemente de tratar la cuestión de la deuda a plazo más largo, única manera de viabilizar la reorganización de la economía brasileña. Pero el equacionamiento de los problemas de corto plazo constituye la condición previa para la creación del espacio indispensable a la realización de una política orientada para una renegociación más amplia de la deuda y para la vuelta al desarrollo económico.