

Alex Fusté

Chief Global Economist

Andbank

alex.fuste@andbank.com

[@AlexfusteAlex](https://twitter.com/AlexfusteAlex)



RIO, I LOVE YOU

A lo largo de los años he aprendido que hay tres errores imperdonables que los mercados emergentes (autoridades) suelen cometer.

El más grave tiene que ver con un gobierno que lucha contra el mercado. Un ejemplo claro de ello lo vemos hoy en Turquía, con un Erdogan responsabilizando a los mercados (a.k.a. inversores) de la pésima marcha de la Lira y el resto de activos turcos. No se le ha ocurrido nada más constructivo que organizarle una rueda de prensa a su ministro de economía para denunciar que, cito textualmente, “las agencias de rating –que han puesto al país en revisión– han actuado de mala fe y buscan favorecer a aquellos con posiciones especulativas en Turquía”. Sin comentarios. La experiencia me dicta que no deben ustedes exponerse a un mercado cuyo presidente sufre de soflamas de predicador. Pero otorguémosle el beneficio de la duda. ¿Quién es responsable del desastre que afecta hoy a los activos turcos? ¿Una política insensata de un gobierno inconsistente, o una red de conspiraciones internacionales para derribar la deuda de Turquía? Quien sabe. Pero recuerden el principio de “La navaja de Ockam”. Cuando dos teorías apuntan a las mismas consecuencias, la teoría más simple tiene más posibilidades de ser la correcta.

El segundo error imperdonable alude a una oposición parlamentaria irresponsable que gusta tanto de jugar al juego de “Cuanto peor, mejor”. Un ejemplo de ello lo vemos hoy en la Argentina, con una oposición al oficialismo que ha votado mayoritariamente tumbar la ley de tarifas de Macri, según la cual se puso fin a un esquema de subsidios infinitos a la energía. El Kirchnerismo, y el resto de formaciones peronistas, buscaban retrotraer los precios de la luz y el gas a los niveles del 2015 (prácticamente gratis) sin tan siquiera proponer una fórmula de compensación que evitara un deterioro irreparable de las cuentas públicas. Como niños pubertosos, utilizaron por todo argumento “el fuerte aumento porcentual que representaban las tarifas”, silenciando maliciosamente el matemático hecho de que todo aumento desde un nivel cercano a cero suele inferir un aumento reveladoramente descomunal. Está claro que tan sólo buscaban aprovechar el periodo de turbulencias por la reciente corrida cambiaria y aumentar la intensidad de tales perturbaciones en mercados, para así desestabilizar al gobierno.

El tercer error, igualmente imperdonable, vendría por la acción de algunos agentes sociales, como gremialistas o sindicatos que, en una acción que trasciende a todo razonamiento, deciden tomar por rehén a toda la economía de un país con tal de alcanzar sus metas particulares, sin tan siquiera considerar el costo agregado de sus acciones. Un ejemplo claro de esto lo hemos visto recientemente en Brasil, en donde el gremio de camioneros ha paralizado literalmente el país durante 11 días. Consecuencia de ello, las exportaciones “sólo” han caído un 36% en este mes. Ya se pueden imaginar el sobresalto de los inversores por la más que probable interrupción en entrada de divisa y en el nivel de adecuación de las reservas. Claro está. El desasosiego de algunos es

furia de otros (los que atacan hoy con fuerza al Real brasileño y el resto de activos cariocas).

Hablando de Brasil. Me piden que detalle nuestra visión para este mercado. ¡Vamos pues!

Antes de empezar, entenderán que no es la primera vez que asistimos a un periodo de turbulencias en Brasil. Eso, per sé, me ayuda a mirar este tema con una cierta calma. Pero estoy de acuerdo; la visión no puede estar basada en un recuerdo. Mi confianza en este mercado se apoya en una serie de particularidades que actúan a modo de contrafuertes para estabilizar la situación. Lo que debe contribuir a evitar que el “barco” se escore peligrosamente.

Por norma general, las economías emergentes sufren por su vulnerabilidad ante shocks externos. Yo dedico gran parte de mi tiempo a calibrar esa vulnerabilidad y debo decir que Brasil es el segundo mercado emergente menos vulnerable a un shock por subida del dólar o del petróleo. El nivel de adecuación de sus reservas internacionales (ganadas, que no prestadas) está fuera de toda duda. Así lo avalan los 382 mil millones de dólares de que dispone el banco central, y que computan muy bien cuando las relaciono con las necesidades netas de financiación externa, o con las importaciones a 12 meses, o con la balanza por cuenta corriente. Más importante aún es la composición de esas reservas. En la mayoría de los mercados emergentes la entrada de reservas se produce por flujo financiero que da lugar a lo que yo llamo reservas prestadas (inestables). En el caso de Brasil es justo al contrario. Las reservas vienen por el desempeño favorable de la balanza comercial (con cifras record el año pasado) y sobre todo por la gran cantidad de flujo de inversión real extranjera (muy estable).

Por si fuera poco, el Banco Central del Brasil es de los pocos en el mundo emergente que tiene el privilegio de mantener una línea swap con la Fed. Ello le confiere la posibilidad de obtener dólares en condiciones preferenciales en caso de que necesite “defender” su moneda (vía venta de reservas, para comprar moneda local). Nótese como la Fed no ha concedido esa línea swap a Sturzenegger. (No. No es el primo sureño de *Terminator*. Es el gobernador del Banco Central de Argentina, que aunque consiguió cerrar una línea swap de dólares con el Banco Central de China, está claro que no es lo mismo –al menos, en cuanto a límite).

Otro aspecto que me tranquiliza de Brasil es la evolución en la llamada *caderneta de poupança* (no es el nombre de ningún pájaro exótico. Se trata de las famosas libretas de ahorro. Un termómetro de lo que acontece en el país). La captación líquida vuelve a ser favorable en mayo, con los ingresos superando a las retiradas de efectivo en más de 2.400 billones de reales; y afianzando una serie de muchos meses ya de crecimiento del ahorro. Lejos quedan los meses en que la población recurría a sus ahorros para poder consumir (en un entorno de destrucción de empleo e ingresos como el vivido en 2015). Eso significa que hoy en Brasil se sigue creando ocupación. Dato importante.

La balanza comercial en Brasil (estructuralmente excedentaria) se mantiene robusta en niveles de 67 mil millones anuales. A diferencia de otros países emergentes, Brasil no tiene que financiar en un déficit comercial en el exterior. Al tener menos necesidad de acudir al mercado internacional, eso le confiere al país un cierto grado de resistencia ante un posible tensionamiento en las condiciones de financiación internacional (léase, un aumento en la TIR de los bonos del Tesoro USA). Esta situación favorable, se debe, en gran medida, a un sector agrícola muy dinámico y competitivo. Una circunstancia que seguirá contribuyendo favorablemente, a tenor de las cifras que estoy viendo para la inversión en el sector agro para la cosecha 2018-2019, y que sugieren entradas masivas de divisa.

Seguimos. El banco central del Brasil parece no obedecer a la presión que supone la caída del Real brasileño, pues ayer mismo comunicó que no piensa alterar su política de tipos de interés para evitar mayores caídas en la moneda. Es decir. No subirá tipos. Esto es importante, pues el Banco Central (BCB), que ha venido implementando un recorte de tipos de interés (desde el 14.25% en julio 2015, hasta el 6.5% actual), por cierto, fruto de un eficaz control de la inflación, entiende que se mantiene el contexto para que la economía siga disfrutando de unas condiciones monetarias favorables. No hay necesidad, pues, de subir tasas. El mensaje lanzado por el gobernador del BCB (Ilan Goldfjan, por cierto, uno de los mejores banqueros centrales que he visto) es muy claro, y vendría a ser algo así como: “No me importa una depreciación de la moneda por razón de fuerzas especulativas temporales”.

Por el lado negativo, es bien cierto que preocupa la situación política actual, con un gobierno de Temer absolutamente descabezado, inoperante y a merced de los gremialistas y sindicatos. Admito que esta situación política, que pone a la economía en rumbo de deriva, puede durar unos cuantos meses más (hasta las elecciones de Octubre). Pero estamos convencidos que dichas elecciones, dadas las circunstancias que envuelven al PT de Lula, darán como resultado un gobierno de centro derecha de naturaleza pro-reformista (con PSDB o PMDB en la coalición), y que dará continuidad a las importantes reformas que sí se han llevado a cabo en Brasil en el último año y medio (tras la caída de Dilma). Faltaría tan solo la reforma de la Previdencia, que espero se afronte en el primer trimestre del 2019, en lo que puede ser una señalización definitiva al mercado del compromiso de este país con la sostenibilidad.

Así pues, mi visión estructural para Brasil es constructiva. Creo que estas turbulencias pasarán y la situación volverá a normalizarse. Creo también que las elecciones de octubre pueden suponer un cambio. O incluso antes. No niego los problemas, errores o riesgos relacionados con este mercado. Existen. Todos (aparentemente) los conocen, pues hoy solo se habla de las deficiencias de Brasil. Es por ello que en mi caso, y siguiendo la estela de filmes como “Paris, je t'aime” (2006) y “New York, I Love You” (2008), he preferido estampar en mi nota ese lado más benigno del mercado Brasilero. Como hicieron en 2014 un grupo de directores internacionales en la película “Rio, I love you”. Cordiales saludos.