

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

Nº 483, 3 de Junio de 2009

AL INSTANTE

### **BRASIL: LOS EFECTOS DE LA CRISIS Y LA NECESIDAD DE REFORMAR EL SISTEMA FINANCIERO**

Las proyecciones sobre el crecimiento de la economía de Brasil para el 2009 se han venido ajustando sistemáticamente a la baja. Mientras que en diciembre pasado se esperaba aún una expansión del PIB del orden del 2%, en la actualidad hay coincidencia respecto a que la economía del país se contraería entre un 1,5% y un 2%.

La producción industrial ha mostrado ser muy dependiente de lo que sucede en China, aunque los efectos han llegado a la nación sudamericana con un rezago de varios meses. A pesar de que el desempleo ha ido creciendo y las empresas han visto canceladas cada vez más órdenes de compra desde los países desarrollados, hoy la posición desde la cual Brasil enfrenta la crisis es más optimista que en ocasiones anteriores.

En particular, se observa un mayor espacio para que, tanto el gobierno como el Banco Central, implementen políticas más expansivas. La alta inflación y el excesivo endeudamiento público, hacían que las

políticas económicas contra-cíclicas fuesen difíciles de implementar, en épocas pasadas. En tanto, si bien el sistema financiero ha seguido funcionando con relativa fluidez, el alto costo del crédito está afectando de manera importante las tasas de inversión. Hay razones, también, para creer que la influencia del Estado en el sector financiero está generando distorsiones que están en el origen de este problema.

#### **UNA ECONOMÍA EN RECESIÓN**

Antes de que se iniciara la actual crisis económica, una de las principales críticas que se le hacía a la economía brasileña era la excesiva influencia estatal existente en su sistema financiero. Hay que considerar que el estado de Brasil es dueño del Banco de Brasil y del banco Caixa Econômica, importantes actores financieros en el sector retail e hipotecario respectivamente. A esto se suma la propiedad del Banco de Desarrollo de Brasil, una institución que juega un rol clave en proveer de créditos a pequeñas

y medianas empresas. Es sabido que durante décadas estas instituciones financieras han sido utilizadas por los gobiernos de turno para obtener mayores recursos, atentando tanto contra la posición financiera del fisco como contra la de los propios bancos.

Paradójicamente, estas lamentables características del sistema financiero brasileño han sido destacadas en las últimas semanas como uno de los factores que han mitigado el impacto de la crisis internacional en el mercado doméstico de créditos. En este sentido, el caso de Brasil es muy similar al de China. En ambos países, la influencia estatal en el sistema financiero ha sido un factor que ha motivado que los créditos sigan fluyendo. Esto ha permitido también agilizar la implementación de los planes de estímulo fiscal del gobierno, algo en que la mayoría de los gobiernos se ha topado con serias dificultades. De esta forma, mientras en Estados Unidos y Europa se debate sobre cómo lograr que los bancos mantengan los flujos de crédito hacia las áreas de la economía en donde las autoridades piensan que éste es necesario, en Brasil las decisiones de las autoridades económicas pueden implementarse más rápidamente.

Si bien Brasil ha enfrentado con cierto éxito las turbulencias externas, la economía ha estado debilitándose de manera rápida. El acelerado crecimiento de los inventarios de las empresas, por la menor demanda externa, ha afectado el crecimiento del empleo en el sector formal de la economía. Los últimos meses proveen una serie de ejemplos en este sentido: Embraer, una de las principales empresas aeronáuticas de la

región, debió despedir al 20% de sus trabajadores a finales de febrero. De la misma manera, Vale, una importante compañía de la minería del hierro, ha eliminado más de 6.000 puestos de trabajo, en lo que va del año. Estas cifras son un fiel reflejo de la caída que ha experimentado la producción industrial en Brasil, la que se contrajo un 12% en el último trimestre de 2008, la mayor caída en 17 años.

Aunque la situación económica de Brasil es delicada, los problemas parecen ser considerablemente menores a los que están enfrentando otros países, e incluso a los que vivió el país durante otras crisis en el pasado. Las últimas proyecciones del FMI para el 2009, presentadas a finales de abril, muestran que sólo algunos países de Asia emergente tendrían un mejor desempeño que Brasil durante este año.

Considerando la fuerte dependencia que ha mostrado el país de los mercados externos, en otras crisis, llama la atención que no esté sufriendo una contracción dramática de su economía. Un factor clave para explicar la mejor posición de Brasil es la situación de su deuda pública. Sólo hasta hace algunos años, ésta representaba más del 80% del PIB, mientras que en la actualidad se ubica en niveles bajo el 40%. Junto con esto, tanto el gobierno como el sector privado han cambiado gran parte de su deuda externa denominada en moneda extranjera por deudas en reales, lo que disminuye fuertemente los efectos que puede traer para la posición financiera del país una depreciación de la moneda local. Otro factor importante es lo que ha estado sucediendo con el nivel de precios. Esta crisis no ha provocado una

mayor inflación en el país, una noticia positiva en una nación que tiene a la inflación como uno de sus problemas más graves y crónicos. Todo esto ha permitido darle mayor margen de acción al Banco Central, que ha recortado sus tasas de interés, llevando adelante, por primera vez durante una crisis, una política monetaria contra cíclica.

Con todo, la relativamente cómoda posición de Brasil no basta para asegurar que los ya tradicionales problemas financieros del Estado brasileño no vuelvan a surgir. Una luz de alerta está relacionada con que durante los últimos años de fuerte crecimiento económico, el gasto público creció a la par con los mayores ingresos tributarios que iba obteniendo el fisco. En la actualidad, estos ingresos se han reducido considerablemente por el deterioro en la actividad económica, sin que exista una consecuente moderación del gasto público. Hay factores políticos que podrían explicar esto: Brasil enfrentará durante el 2010 elecciones presidenciales, y es usual que durante el último año de mandato los presidentes intensifiquen el gasto público.

Esto hace muy poco probable que pueda verse una reacción del ejecutivo brasileño frente a los problemas fiscales que puede generar el actual escenario, con lo que la balanza fiscal mostraría considerables saldos negativos, al menos durante los próximos 2 años. El 2008 Brasil logró tener una balanza fiscal primaria (antes de intereses) con saldo positivo. Por los problemas señalados, esta situación no volvería a repetirse durante el 2009. En un escenario de normalidad, esto debería poner en alerta a los inversionistas extranjeros, pero con

gobiernos en todo el mundo mostrando un deterioro aún mayor en sus finanzas públicas, Brasil debería ser capaz de retener en gran medida a los capitales extranjeros.

## **MEDIDAS ECONÓMICAS FRENTE A LA CRISIS**

Hasta ahora las autoridades brasileñas han implementado una serie de medidas para mitigar los efectos de la crisis internacional. Tal como en otros países, el principal objetivo de estas acciones ha sido darle un impulso a la demanda interna y prevenir así un deterioro aún mayor en la demanda desde los principales socios comerciales de Brasil.

En abril pasado, el Banco Central llevó la tasa Selic a 10,25%, su nivel más bajo en toda la década. Si bien ese nivel de tasas parece ser aún muy alto en el contexto regional, hay que considerar que incluso durante el 2006, cuando la inflación se mantuvo en torno al 4%, la tasa de política monetaria se mantuvo siempre por sobre el 13%. Si bien se espera que durante el año se produzcan nuevas bajas en la tasa Selic, ésta no llegaría a los bajos niveles que se han visto en países como Chile, ubicándose en torno al 9,75% a finales del 2009.

Durante los últimos meses, el gobierno ha inyectado US\$100 billones al sistema bancario, ha reducido algunos impuestos y ofrecido líneas especiales de financiamiento desde los bancos estatales para los sectores agrícola e industrial. De todos modos, la intensificación de este tipo de políticas no impedirían que la economía de Brasil

sufra una contracción de su PIB durante el 2009.

Tal como sucede en otros países, las principales implicancias políticas de la crisis estarán relacionadas con los efectos del desempleo. El necesario ajuste que están realizando las empresas en sus inventarios, y las menores inversiones proyectadas, harán que la ocupación laboral disminuya considerablemente.

Durante el mes de marzo, la tasa de desocupación llegó al 9%, el nivel más alto en 20 meses. Llama la atención la velocidad con que ha aumentado el desempleo en el país, considerando que en Diciembre este se ubicaba en un 6,8%. Es de esperar que en los próximos meses el panorama del mercado laboral sufra un deterioro aún mayor, lo que puede traer complicaciones al gobierno de Lula. El desempleo podría ser un factor clave durante la campaña presidencial, en miras a las elecciones del próximo año. Mientras más lenta sea la recuperación del mercado laboral, más complejas serán las perspectivas para el gobernante Partido de los Trabajadores (PT), que aspira a obtener un tercer mandato consecutivo al frente del gobierno. Si bien Lula está impedido constitucionalmente para optar a una nueva reelección, la más probable candidata del PT, Dilma Rouseff, deberá intentar capitalizar la alta popularidad con que cuenta el actual mandatario. La posibilidad de que se concrete una nueva victoria del partido del actual presidente, radica principalmente en el éxito que pueda tener el Programa de Aceleración de Crecimiento (PAC), un conjunto de planes de inversión pública que ha sido presentado durante los

últimos meses como la gran apuesta del actual gobierno.

Este plan está dirigido a generar inversiones en infraestructura logística, energética y urbana, y considera recursos por US\$260 billones. Con la idea de evitar un nuevo aumento de la deuda pública, y siguiendo el ejemplo de países como Chile, el gobierno de Brasil ha diseñado el plan considerando fuertes incentivos para que inversionistas privados actúen como socios del Estado brasileño. Hasta ahora, por ejemplo, una serie de empresas españolas han ganado licitaciones relacionadas con el PAC.

Dentro de las áreas en que el gobierno espera focalizar la inversión, las de infraestructura de transporte y generación y transmisión eléctrica se muestran como las más atractivas, principalmente por su potencial de crecimiento durante los próximos años. En el sector energético, se planea invertir más de US\$140 billones, focalizados en la exploración de gas y petróleo y en la expansión de la industria del biodiesel. El otro punto de interés para la inversión privada, el transporte, se verá beneficiado con la construcción de un tren de alta velocidad entre Río de Janeiro y Sao Paulo y una fuerte inversión en puertos y aeropuertos.

El PAC ha estado siendo coordinado por Dilma Rouseff, quien ocupa el cargo de jefe de gabinete del gobierno de Lula. Esto hace que el éxito del plan sea clave para que la ministra pueda lograr el apoyo necesario para suceder al actual mandatario en el poder. Las dificultades económicas podrían beneficiar al candidato presidencial del opositor Partido de la

Social Democracia Brasileña (PSDB), José Serra. Siendo el actual gobernador del Estado de Sao Paulo, Serra lidera la intención de voto en las encuestas, con un apoyo de más del 45%.

En términos de las fuentes de financiamiento que requiere el gobierno, una buena noticia fue la alta demanda que recibió la reapertura del bono soberano al 2019 que había sido lanzado en enero pasado. El 7 de mayo, Brasil con Citigroup y Barclays operando como agentes colocadores, lanzó a la venta US\$750 millones adicionales para este instrumento de financiamiento. Días antes de la operación, las expectativas del mercado eran que la colocación rondara los US\$500 millones, pero la fuerte demanda que se generó, estimada en unos US\$3.000 millones, hizo que Brasil aumentara el monto de la emisión.

El Tesoro de Brasil ha dado señales respecto a que podría aprovechar este interés de los mercados para incrementar aún más el tamaño de la emisión. Si bien los montos involucrados no influirían mayormente en la posición financiera del fisco brasileño, es destacable que los mercados estén dando una señal tan clara respecto a su confianza en el futuro de la economía de Brasil. El hecho de que esto se produzca incluso en medio de una recesión, hace pensar que la imagen del país no se ha visto significativamente dañada por las circunstancias actuales de la economía mundial.

## **EL ALTO COSTO DEL CRÉDITO**

Si bien el panorama económico de Brasil se ha visto afectado por la

crisis, vía comercio internacional, precios de los commodities y flujos financieros externos, es destacable que al menos el Banco Central se encuentre en condiciones de llevar adelante una política monetaria contra-cíclica. Durante las crisis pasadas, la fragilidad del real y los altos niveles de inflación hacían muy difícil que la autoridad monetaria pudiese reaccionar de manera óptima.

De todos modos, hay evidencia que sugiere que los recortes de tasas que se han producido desde el año pasado, no están siendo transmitidos a los consumidores finales ni a las empresas de forma rápida y eficiente. En particular, un reciente estudio del Instituto para el Desarrollo Industrial, organismo ligado al gremio de las industrias en Brasil, muestra que los Spread entre las tasas de crédito y de depósito de los bancos brasileños estarían entre los más altos del mundo. Según la Federación Brasileña de Bancos, esto se debería a problemas estructurales ligados a la fuerte carga impositiva que tienen las transacciones bancarias en el país. Sin embargo, el gobierno ha realizado continuas declaraciones en torno a que los bancos podrían reducir aún de manera importante el costo del endeudamiento.

En este sentido, las autoridades económicas han manifestado su intención de ordenarle a los bancos estatales, que representan cerca de un 40% del mercado, que adquieran a algunos bancos de menor tamaño para reducir los costos de los créditos. El problema de esta estrategia, es que los bancos de propiedad estatal están también influenciados por el mercado en el que participan, y por esto presentan

Spreads similares a los de sus símiles privados.

Al descomponer los factores que determinan este Spread, un estudio del Banco Central de Brasil muestra que un 37,5% de éstos corresponderían a utilidades netas de los bancos, mientras que cerca del 40% estarían relacionados con garantías que imponen las instituciones financieras frente al riesgo de insolvencia. Hay variables estructurales que, a juicio de los propios bancos, determinarían la importancia de estas provisiones. En particular, se menciona como causa la poca efectividad del sistema judicial brasileño, caracterizado por lentos procesos de tramitación y una tendencia usual a favorecer a los deudores.

Por su parte, los impuestos generan también un fuerte impacto en el costo de los créditos. Otro elemento a considerar son las obligaciones legales existentes, para que los bancos comerciales otorguen créditos a tasas muy por debajo de las de mercado a ciertas áreas de la economía, como a los pequeños agricultores. Esto hace que los bancos deban compensar sus pérdidas con tasas mayores para el resto de sus clientes. Por último, los bancos están obligados a depositar la mitad de sus reservas en el Banco Central, con muy bajas tasas de retorno.

Las distorsiones que genera el Estado en el mercado financiero se producen tanto por la presencia de importantes bancos estatales como por la carga impositiva y la fijación de normas que limitan la libertad de los bancos para desarrollar sus operaciones. Todo esto está en el origen del alto costo que tiene el crédito en

Brasil. A esto se suma el hecho de que la debilidad institucional de los procesos judiciales, hacen que los bancos deban tomar mayores resguardos frente a la incapacidad del Estado para proteger las inversiones realizadas. Si bien la propiedad estatal de los bancos ha traído algunos beneficios durante esta crisis, los costos asociados a la estructura institucional en la que opera el sistema financiero representan una fuerte limitante para el crecimiento potencial de Brasil. En este sentido, una reforma profunda de las regulaciones financieras, que incluyan una redefinición del rol del Estado en esta área, se vuelve imprescindible para terminar con las distorsiones de precios presentes en el mercado financiero del país.

## **PROYECCIONES Y CONCLUSIONES**

Después de haber crecido durante 5 años a tasas promedio cercanas al 5%, la economía de Brasil sufrirá el 2009 una contracción en torno al 1,5%. Si bien la situación actual del país presenta un fuerte contraste con años anteriores, a nivel internacional esta recesión puede ser considerada más bien moderada.

Una menor inflación y una mejor posición financiera del Estado brasileño, están dando espacio para que se puedan llevar adelante políticas expansivas tanto en el ámbito fiscal como monetario. Esto hace que las condiciones en las que el país enfrenta la crisis sean muy favorables y muy distintas de las que tuvo en épocas pasadas.

Es destacable también la manera en que ha evolucionado el tipo de

cambio. En períodos de crisis era usual observar una fuerte depreciación del real, lo cual no ha sucedido en esta oportunidad. Si bien la moneda brasileña experimentó una caída en su valor durante el 2008, a partir de enero de este año el tipo de cambio se ha estabilizado en torno a los 2,3 reales por dólar. A esto ha contribuido el hecho de que durante los últimos meses, Brasil ha recurrido a más de US\$200 billones de sus reservas internacionales para defender al real frente al dólar.

Durante el 2010 tendrán lugar en Brasil nuevas elecciones presidenciales. Esto lleva a que para el actual gobierno sea un imperativo, aún mayor, mitigar los efectos en el empleo derivados de una menor actividad industrial. El inicio de este ciclo electoral afectaría la posición financiera del fisco, ya que los menores ingresos tributarios que se están recibiendo no han ido a la par con una reducción del gasto público. A mediano plazo, se hace imprescindible

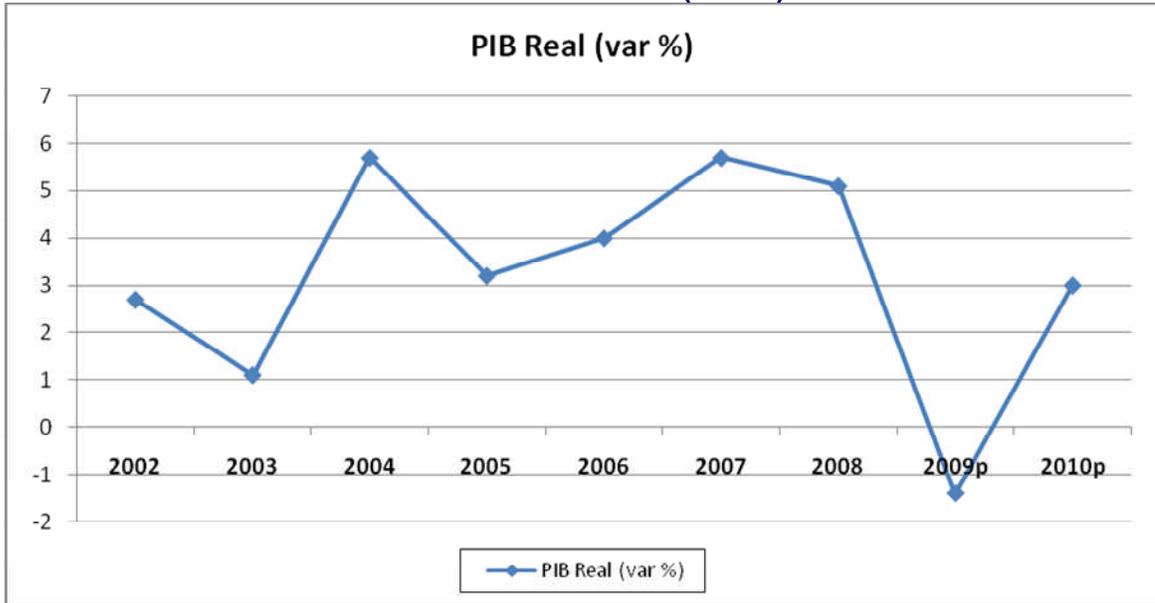
que Brasil logre reformar las instituciones y normas que sustentan el funcionamiento de su sistema financiero. Si bien el control estatal de importantes bancos puede ayudar a agilizar el crédito durante una recesión, la influencia y la absorción de recursos, que tiene el Estado en esta área es el origen del alto costo que tienen los créditos en el país. El conjunto de mecanismos a través de los cuales el gobierno distorsiona el funcionamiento natural del mercado financiero, sólo genera incentivos para que los bancos deban imponer más garantías a los créditos que otorgan. En la práctica, esto provoca una fuerte distorsión en los precios de los instrumentos financieros, lo que impide que las personas y empresas puedan tener un acceso fluido y a menor costo a los créditos. El impacto de esto en las tasas de inversión del sector privado de Brasil, debería ser un motivo de preocupación para las autoridades económicas y políticas brasileñas.

**Cuadro N°1**  
**Indicadores económicos de Brasil**

	2004	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p
PIB Real (var %)	5,7	3,2	4,0	5,7	5,1	-1,4	3,0
Demanda Interna (var %)	5,2	2,8	5,1	7,0	7,4	-1,8	3,3
Consumo Privado (var %)	3,9	3,9	4,2	5,9	5,4	0,5	3,0
Inversión (var %)	9,1	3,6	9,8	13,5	13,8	-10,0	5,0
Balanza comercial (US\$ mill.)	33640,5	44702,5	46457,5	40032,0	24745,5	18670,0	23020,0
Exportaciones (US\$ mill.)	96475,0	118308,0	137807,0	160649,0	197942,0	165540,3	174640,0
Importaciones (US\$ mill.)	62834,5	73605,5	91349,5	120617,0	173196,5	146870,3	151620,0
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,8	1,6	1,3	0,3	-1,9	-1,4	-1,0
Inflación (%dic/dic)	7,6	5,7	3,1	3,6	5,7	5,1	4,4
Balance Fiscal (% del PIB)	-2,4	-3,0	-3,0	-2,3	-1,5	-3,5	-2,8

Fuentes: JP Morgan, IIF, Instituto Brasileiro de Geografia e Estadística.

**Gráfico N°1  
Crecimiento del PIB (var %)**



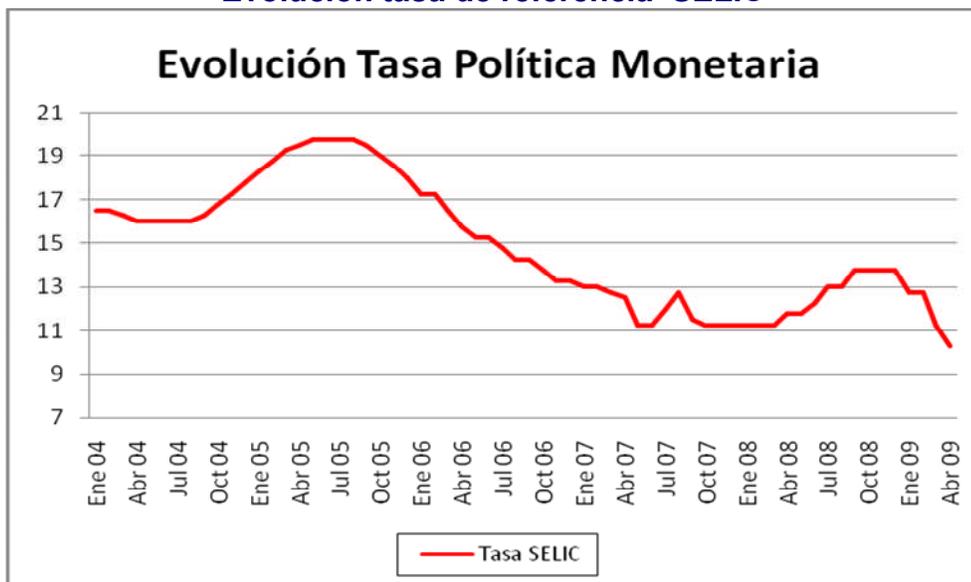
Fuente: IIF, JP Morgan

**Gráfico N° 2  
Inflación (variación % en 12 meses)**



Fuente: Instituto Brasileiro de Geografia e Estadística y JP Morgan

**Gráfico N°3  
Evolución tasa de referencia SELIC**



Fuente: Banco Central de Brasil

**Cuadro N°2  
Proyecciones Tasa de Referencia SELIC**

	Actual	Jun 09	Sep 09	Dic 09
Tasa SELIC	10,25	9,75	9,75	9,75

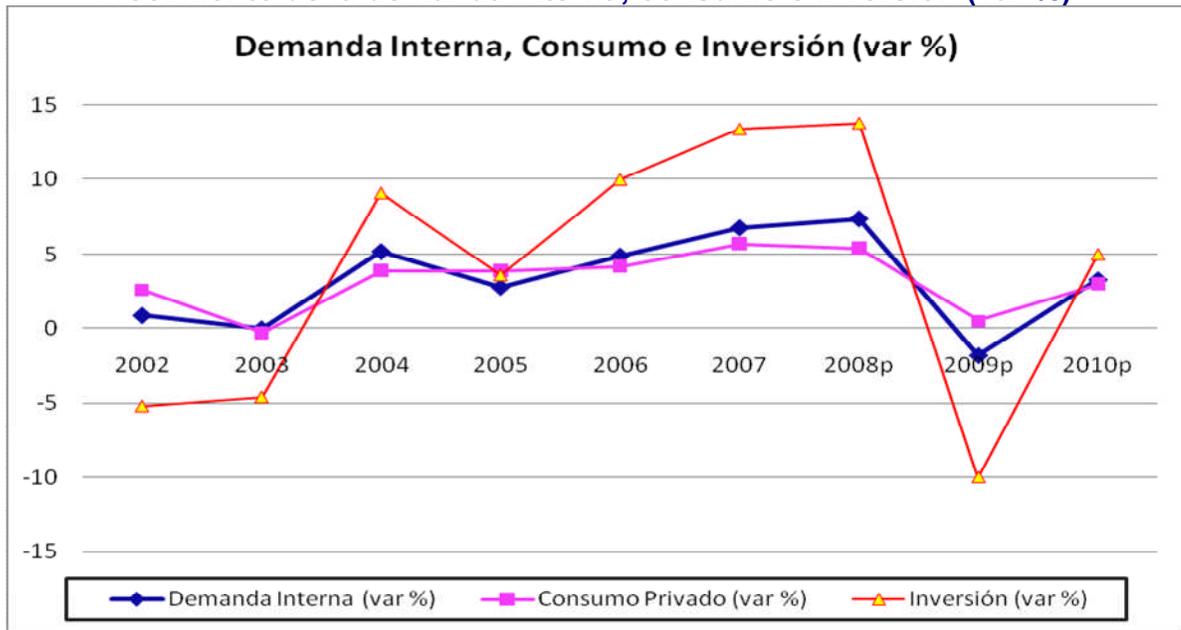
Fuente: JP Morgan

**Cuadro N°3  
Clasificaciones de riesgo**

	Moody's	S&P
Brasil	Ba1	BBB-

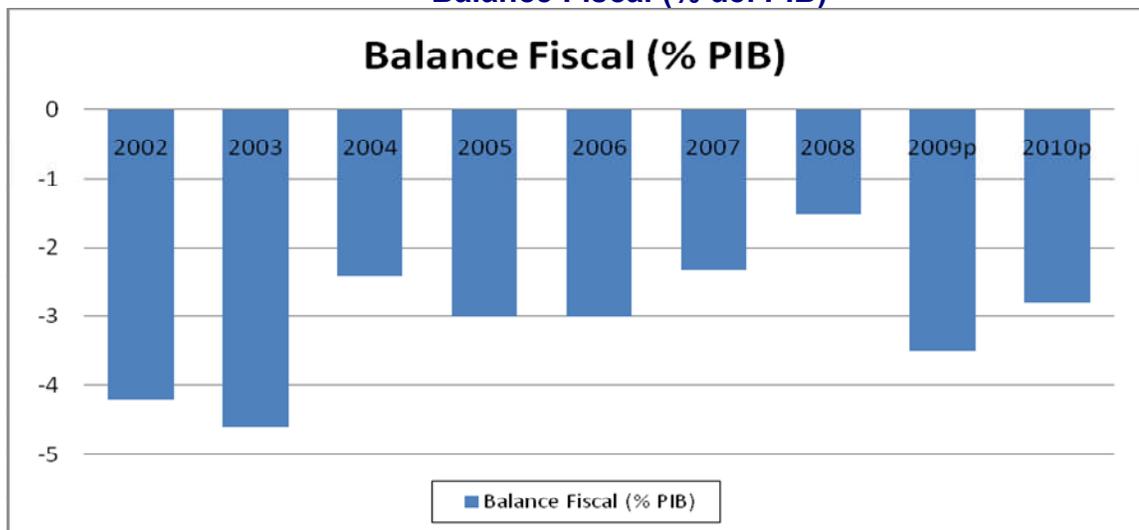
Fuente: JP Morgan

**Gráfico N° 4**  
**Crecimiento de la demanda interna, consumo e inversión (var %)**



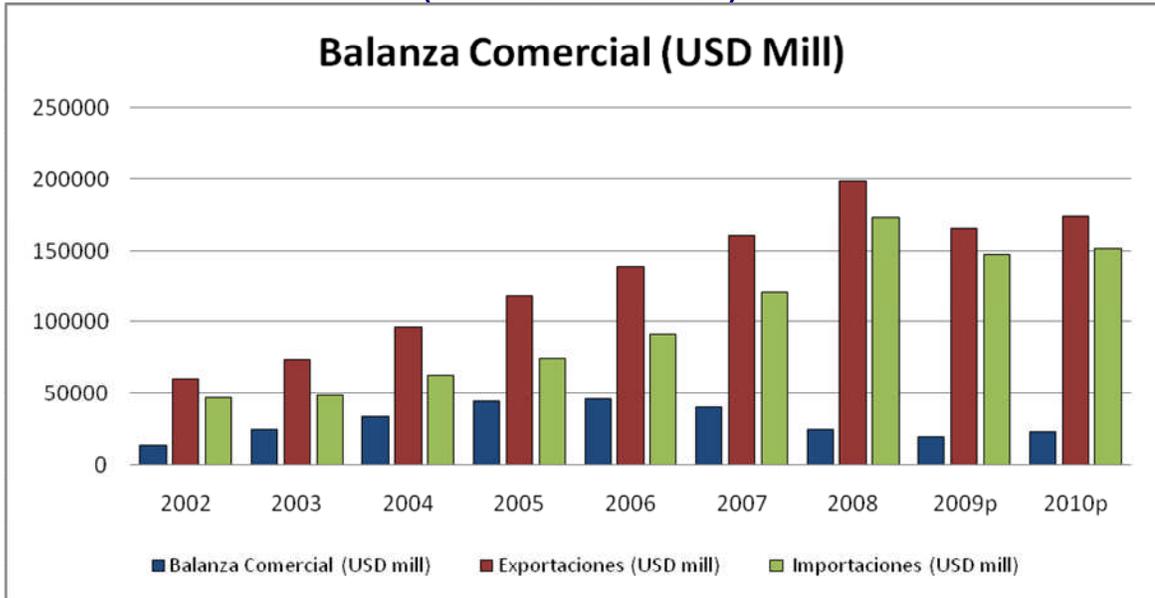
Fuente: IIF y JP Morgan.

**Gráfico N°5**  
**Balance Fiscal (% del PIB)**



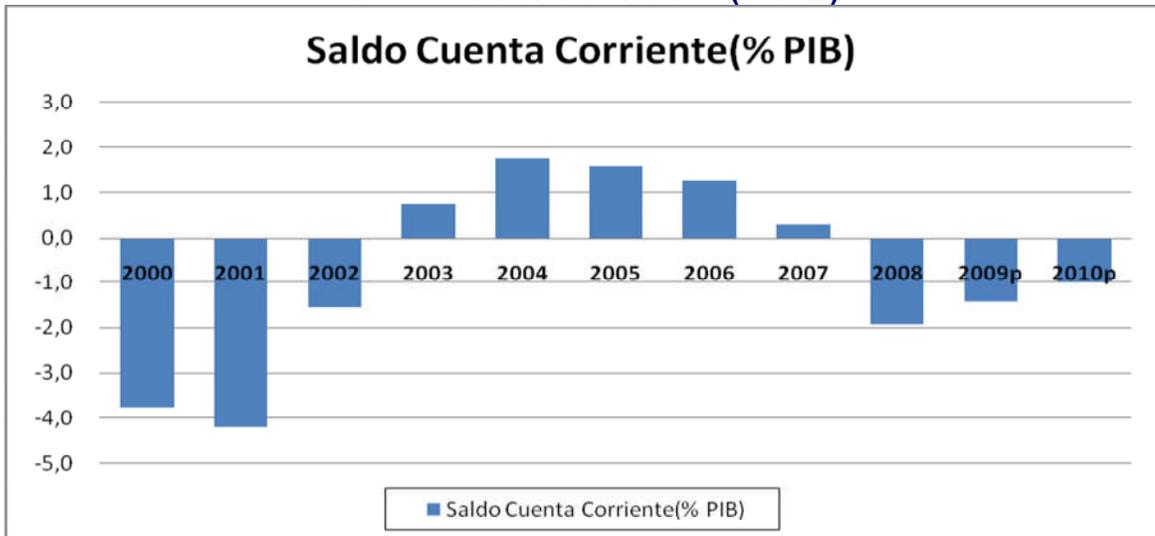
Fuente: FMI y JP Morgan

**Gráfico N°6  
Balanza Comercial  
(Millones de dólares)**



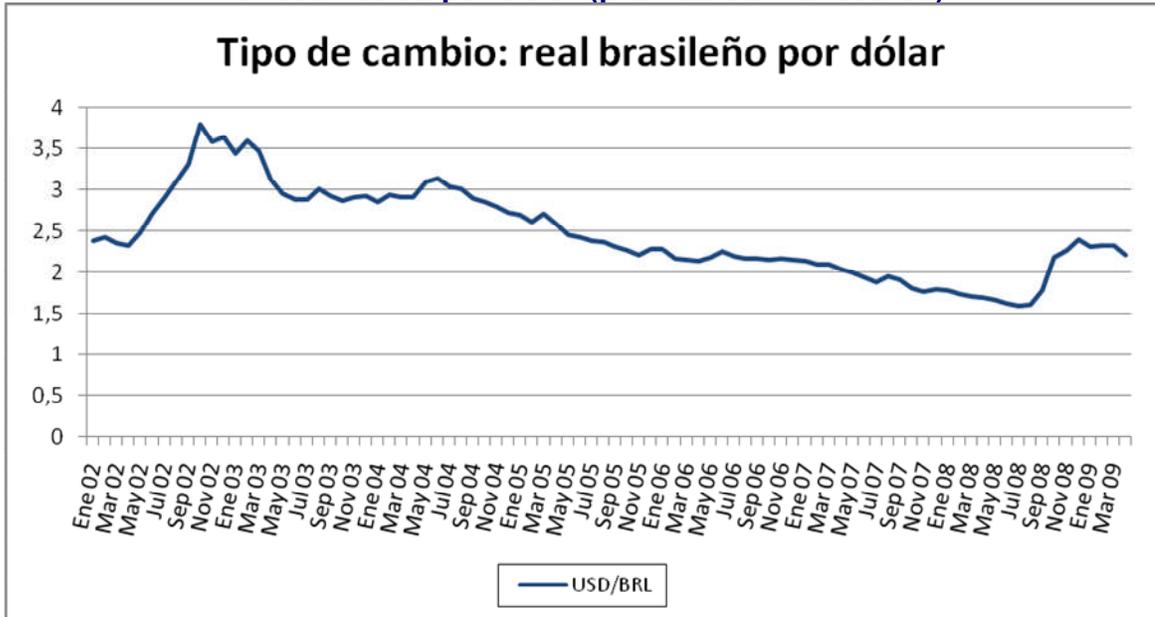
Fuente: IIF

**Gráfico N° 7  
Saldo de Cuenta Corriente (% PIB)**



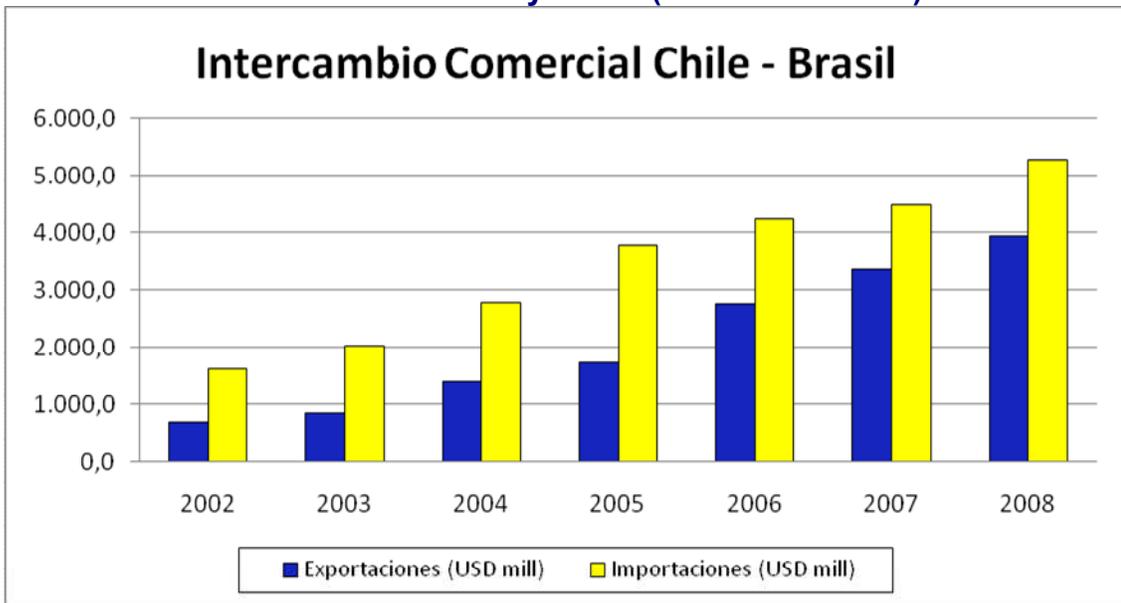
Fuente: FMI y The Economist

**Gráfico N° 8**  
**Tipo de cambio**  
**Paridad reales por dólar (promedios mensuales)**



Fuente: Banco Central de Chile

**Gráfico N°9**  
**Comercio de Chile y Brasil (millones de USD)**



Fuente: Banco Central de Chile y Servicio Nacional de Aduanas.