

## ECONOMÍA INTERNACIONAL

N° 505, 26 de octubre de 2009

AL INSTANTE

### **BRASIL: AUSPICIOSAS EXPECTATIVAS DE RECUPERACIÓN**

Brasil fue el primer país latinoamericano en salir de la recesión en que había caído, así como uno de los primeros países dentro del G-20 en presentar signos positivos de crecimiento.

La mayor economía del continente creció un 1,9% durante el segundo trimestre del año respecto al trimestre anterior. Este es el primer repunte trimestral de la economía brasileña tras las caídas de un 1% y un 3,4% experimentadas durante el primer trimestre de 2009 y el último de 2008 respectivamente.

Si bien el ambiente internacional presenta aún dificultades para el sector exportador, la fortaleza demostrada durante los últimos meses por la demanda interna ha sido el motor que le ha permitido a

Brasil presentar cifras positivas de crecimiento.

#### **LAS CLAVES DE LA RECUPERACIÓN DE BRASIL**

El rápido repunte de Brasil ha sido liderado por la expansión de su demanda interna, y en particular del consumo privado. Este último creció un 2,1% el segundo trimestre. Por su parte, las exportaciones crecieron un 14,1% y las importaciones un 1,5% en el mismo período. El gasto público presentó un aumento marginal del 0,1% y la inversión se mantuvo constante sin presentar variaciones significativas. De todos modos, al analizar las cifras año a año, estas presentan resultados menos auspiciosos. De esta forma, en base anual, la economía se contrajo un 1,2% durante el segundo trimestre, un resultado de todas maneras superior a la contracción de

un 1,8% observada en el primer trimestre del año. Por su parte, el consumo privado creció un 3,2% en el mismo período, un incremento superior al 1,3% del primer trimestre. Paradójicamente, y a pesar de los planes de estímulo fiscal implementados desde comienzos de año, el gasto público creció sólo un 2,2%, su menor expansión para este período en más de 3 años. Los peores resultados se observan en la inversión y el sector externo de la economía. La primera se contrajo un 17% respecto al mismo trimestre de 2008, mientras que las exportaciones cayeron un 11,4%.

El ministro de finanzas de Brasil, Guido Mantega, ha recalcado que el hecho de que su país haya sido una de las últimas grandes economías en caer en recesión y una de las primeras en salir, es el resultado de la estabilidad de los fundamentos macroeconómicos así como de la efectividad de las medidas de política fiscal y monetaria implementadas desde el comienzo de la crisis. Las expectativas del gobierno son que Brasil pueda crecer un 3,5% durante el segundo semestre del año, más que duplicando así la expansión de un 1,5% que registró el PIB en la primera mitad de 2009. Alcanzar ese desempeño permitiría que Brasil creciera un 1% en el año, lo que se

ubica aún por sobre las proyecciones del mercado que prevén una expansión del PIB cercana al 0%. De todas formas, esta última proyección es fruto del paulatino ajuste al alza que han venido sufriendo las proyecciones sobre el crecimiento de Brasil para el 2009.

Existen una serie de factores que permiten explicar la resistencia que ha presentado Brasil frente a los problemas asociados a la crisis financiera internacional. Una variable relevante ha sido, por ejemplo, el alto grado de diversificación de sus socios comerciales y la mayor importancia relativa que han ido adquiriendo sus relaciones comerciales con China. Otra variable relevante ha sido la solidez demostrada por el sistema financiero brasileño, el que logró mitigar de manera efectiva el impacto de las turbulencias financieras en los mercados internacionales.

Brasil se ha visto beneficiado, además, del alto peso relativo que tiene la demanda interna en su economía. Ejemplo de esto último es que las exportaciones representan sólo un 13% del PIB, en comparación a las cifras superiores al 40% que se dan en países como Japón, China o Alemania. Así la

caída en las exportaciones, la variable más sensible a la crisis en el caso brasileño junto con la inversión, tendrá un impacto menos gravitante en comparación a otras economías del G-20.

También es destacable que la envergadura de las medidas contracíclicas de política fiscal implementadas por el gobierno haya sido menor a las de otros países. Según cifras oficiales, su costo equivale a entre 1% y el 1,5% del PIB, una cifra muy inferior al 13% de China o al 6,7% de Estados Unidos. Estas políticas han incluido una baja sostenida de la tasa de política monetaria hasta el nivel récord de 8,75%, una reducción de los impuestos a la compra de automóviles, viviendas y bienes durables en general, así como los flujos de créditos provistos por los bancos de propiedad estatal.

#### **EL EFECTO DE LAS MEDIDAS CUASI-FISCALES**

El inicio de la crisis financiera internacional desató en Brasil una caída récord del PIB de un 13%, en el último trimestre de 2008, respecto al trimestre anterior. Ante este escenario, el gobierno reaccionó focalizando su esfuerzo en desarrollar una política, tanto fiscal

como monetaria, fuertemente expansiva. Esto se tradujo en importantes y sostenidas bajas en la tasa de referencia SELIC, así como en un plan de estímulo fiscal especial. Estas medidas se han complementado con lo que se ha denominado estímulo cuasi-fiscal, referido a un incremento sustantivo en los créditos otorgados por el Estado a los bancos comerciales de su propiedad, a tasas por debajo de las de mercado.

Este último tipo de intervención ha sido un pilar clave para sostener una tasa de crecimiento del crédito relativamente alta durante la crisis, en contraste con la disminución que ha experimentado el volumen de créditos otorgados por los bancos del sector privado. Esta vía alternativa de apoyo al sector financiero ha jugado un rol importante en la mantención de los flujos de crédito, mientras la baja en la tasa de política monetaria se traspasa efectivamente a los bancos.

El apoyo del que se vieron beneficiados los bancos estatales, permitió darle sustento al consumo privado, acelerando la liquidación de inventarios y estabilizando los indicadores de confianza en la economía. Se espera que el crecimiento mostrado por Brasil en el

segundo trimestre represente un punto de inflexión, dado el fuerte repunte que han experimentado indicadores como la actividad industrial, las exportaciones o la tasa de crecimiento del crédito. Este panorama con mejores expectativas daría pie para una recuperación más acelerada de lo previsto.

Para que las favorables proyecciones para Brasil se puedan materializar, el gobierno deberá ser capaz de reducir los flujos que hasta ahora ha inyectado a la economía, restringiendo paulatinamente tanto su política fiscal como monetaria. Esta es la única vía para lograr una estabilización en las cuentas fiscales, así como para evitar un posible rebrote de las presiones inflacionarias que afectaron al país en el período previo a la crisis.

A pesar de que varias de las políticas que ha desarrollado el gobierno han sido vistas como un estímulo necesario para el sostenimiento de la actividad económica, estas han generado también cambios en la participación que posee el estado en el sistema financiero. Con todo, el crecimiento del crédito otorgado por los bancos estatales ha venido a compensar la caída que éste ha sufrido en el sistema bancario privado. Así, las medidas cuasi-

fiscales han permitido moderar lo que de otra forma se habría transformado en una contracción significativa del crédito en el sistema bancario de Brasil.

Las cifras de julio pasado, las últimas disponibles, muestran un aumento de un 21% en el volumen de crédito del sistema bancario respecto al mismo mes de 2008. Si bien este valor es destacable dado el complejo escenario que enfrentaba aún el país en ese mes, se ubica por debajo del 34% que creció este indicador en septiembre de 2008, el último peak antes del inicio de la crisis. Mientras que el crédito en las instituciones financieras privadas continuó estancado, el aporte de los bancos estatales fue el motor que permitió alcanzar cifras positivas de expansión.

Los bancos de propiedad estatal han aumentado también considerablemente su participación de mercado, como consecuencia de los fondos inyectados por el gobierno. De esta forma, la participación de los bancos estatales en el volumen total de créditos del sistema financiero pasó de un 34% en julio de 2008, a un 40% en el mismo mes de este año. Esto último representa una cifra cercana al 18% del PIB. Esta expansión ha sido

también un factor que ha incentivado el crecimiento del consumo privado, el que se expandió un 8,6% en el segundo trimestre de 2009, una cifra muy superior al 2,4% registrado durante el primer trimestre del año.

Al analizar el aumento que ha tenido la disponibilidad de financiamiento en los bancos estatales, es posible estimar la envergadura de las medidas cuasi-fiscales impulsadas por el gobierno de Brasil. El tesoro brasileño ha incrementado el capital del Banco del Desarrollo en un 3,5% del PIB, para potenciar así su capacidad de otorgamiento de créditos.

De la misma manera, otros bancos estatales de menor envergadura han anunciado durante 2009 recursos crediticios suplementarios equivalentes al 0,7% del PIB. Sumando estos datos, las autoridades han autorizado un total de recursos para capitalizar a los bancos estatales equivalentes al 4,2% del PIB. Suponiendo que sólo dos tercios de estos recursos fuesen utilizados efectivamente durante el 2009, el valor total de las medidas cuasi-fiscales del gobierno se ubicaría en torno al 2,8% del PIB durante este año. Esto sirve como una medida aproximada de la magnitud de la intervención que ha

llevado adelante Brasil en los bancos de propiedad estatal.

### **LA EVOLUCIÓN DEL MERCADO CREDITICIO**

Durante el 2009 se ha observado en Brasil una marcada divergencia entre las tendencias que han seguido los créditos otorgados a personas y los otorgados a empresas, siendo estos últimos los que se han visto más afectados por la crisis. Los datos disponibles para julio dan cuenta de un crecimiento del 13% en los créditos a empresas en comparación al mismo mes de 2008, una baja importante respecto al incremento de un 45% registrado un año antes. Por su parte, el crecimiento de los créditos a personas se desaceleró a un ritmo menor, lo que se explica en parte por las nuevas garantías a los créditos de consumo y por la expansión de los programas de créditos orientados a los consumidores impulsados por el gobierno.

Otro factor que ha tenido efectos sobre esta tendencia divergente es la menor demanda por créditos que ha habido desde las empresas, como fruto del aplazamiento que han sufrido sus planes de inversión. De todos modos, el crédito hacia las empresas parece haber tocado fondo

durante el mes de julio: La tasa promedio de crecimiento de este tipo de crédito calculada en base al trimestre móvil mayo-junio-julio, llegó a un 0% en este último mes, una cifra superior al -0,9% registrado en marzo.

Este diagnóstico es corroborado por la evolución del spread bancario sobre el financiamiento a empresas. Si bien éste ha declinado respecto al peak alcanzado a comienzos de año, se mantiene aún por sobre sus niveles previos a la crisis. Esto, a pesar de una política monetaria más expansiva, y un flujo de créditos mayor a tasas más bajas desde los bancos estatales. La persistencia de spreads corporativos relativamente altos es reflejo de una mayor demanda por financiamiento en fuentes locales, en detrimento de fuentes en el exterior. La disminución que han presentado los fondos disponibles para financiamiento a empresas en el exterior explica esta alteración en la demanda crediticia de las empresas brasileñas. Las mayores restricciones en los estándares de financiamiento de parte de los bancos privados pueden explicar también este comportamiento.

El aumento de los préstamos irrecuperables ha sido también un

factor constante durante el desarrollo de la crisis en Brasil. Estos pasaron de representar un 2,8% del volumen total de créditos en octubre de 2008 a un 4,3% en julio pasado. A pesar del fuerte aumento en los créditos otorgados por bancos estatales, la mayor parte de los préstamos impagos se encuentra en el sector financiero privado. Esto se explica principalmente por dos factores. En primer lugar, por la expansión que tuvieron los créditos entregados por la banca privada en los meses previos al inicio de la crisis. Estos fueron los primeros instrumentos de deuda en presentar problemas cuando el escenario económico se comenzó a ver afectado.

Por otra parte, el incremento en el riesgo de los créditos otorgados por los bancos estatales en los últimos meses se verá reflejado en lo sucesivo en mayores tasas de no pago. Este efecto ha tomado más tiempo en manifestarse debido al lapsus que existe entre el desembolso de los bancos y el vencimiento de los créditos. Si bien esto ocasionará algunos problemas en los próximos meses, es esperable que, mientras las condiciones generales de la economía mejoren, las medidas y recursos cuasi-fiscales vayan siendo retirados paulatinamente. Si efectivamente se

produce esta reacción en las autoridades, el rol jugado por los bancos estatales durante la crisis no debería transformarse en un factor de inestabilidad financiera gravitante a mediano plazo.

Las medidas cuasi-fiscales han sido efectivas, pero han acarreado también un aumento en el riesgo fiscal, contribuyendo al aumento que ha tenido la deuda fiscal desde un 59% del PIB en diciembre de 2008 a un 66% del PIB en julio. En último término, el costo total de estas medidas dependerá del volumen de créditos que no serán finalmente saldados y de la necesidad de recapitalización que pudiesen tener los bancos estatales, cuando los vencimientos de los créditos comiencen a tener efectos sobre sus balances.

Las medidas contracíclicas de carácter cuasi-fiscal implementadas a través de los bancos de propiedad estatal han jugado un rol importante en la mitigación de los efectos sobre Brasil de la crisis financiera internacional. El principal desafío para el país será poder ir retirando en el momento adecuado este tipo de estímulos, los que en un contexto de recuperación de la economía podrían derivar en meras presiones inflacionarias. La estrategia óptima

para Brasil sería que las autoridades pudiesen hacer coincidir el retiro de los estímulos fiscales y cuasi-fiscales, con el incremento en el impacto del estímulo monetario. El rezago en este último instrumento hará que tenga un efecto mayor durante la primera mitad del 2010.

Un ajuste de este tipo permitiría revertir el deterioro en la posición financiera del fisco que ha venido ocurriendo desde el inicio de la crisis, así como reforzar la credibilidad de las autoridades económicas del país. Si bien esta parece ser una idea atractiva, la intensificación del ciclo electoral relacionado con las elecciones presidenciales de octubre de 2010, podría hacer que este ajuste no sea materializado en el momento oportuno.

## **PROYECCIONES Y CONCLUSIONES**

El crecimiento de Brasil se irá fortaleciendo durante los próximos meses, alcanzando una recuperación plena de su economía a mediados del 2010. Incluso en el caso de una recuperación global más pausada, el mayor consumo privado, los efectos de la política monetaria expansiva y la menor inflación permitirán que sea la propia economía local la que impulse al país durante el proceso de recuperación. Conforme se acerque

la fecha de las elecciones presidenciales en octubre, el gasto público presentará también un crecimiento importante. En este contexto, se espera que la economía brasileña se expanda en torno a un 5% durante el 2010.

La recuperación de Brasil es también una noticia importante para otros países de la región. El incremento en la demanda por productos comerciales desde Brasil beneficiará a países como Argentina y Chile, impulsando así un panorama económico más auspicioso para el continente en general.

Pese a las buenas perspectivas de crecimiento, será preciso mantener una cierta cautela frente a la manera en que las autoridades de Brasil administrarán la recuperación de su economía. Si las políticas de estímulo fiscal y cuasi-fiscal no son retiradas a tiempo podrían transformarse en presiones inflacionarias, afectando así la capacidad de recuperación de la inversión.

El desafío será entonces poder coordinar con precisión el nuevo impulso de la economía con la retirada de los programas de

estímulo fiscal que se han implementado durante el 2009 y por otra parte, hacer frente a los flujos de capital del exterior, con políticas públicas eficaces, sin recurrir a un adictivo uso de controles de capital, ya sea tributario o normativo.

El Director del Departamento América del FMI, Nicolás Eyzaguirre, alertó a Brasil diciendo que “este tipo de medidas da algún espacio de maniobra, pero no mucho, así es que los gobiernos no deberían verse tentados a postergar otros ajustes más fundamentales”.

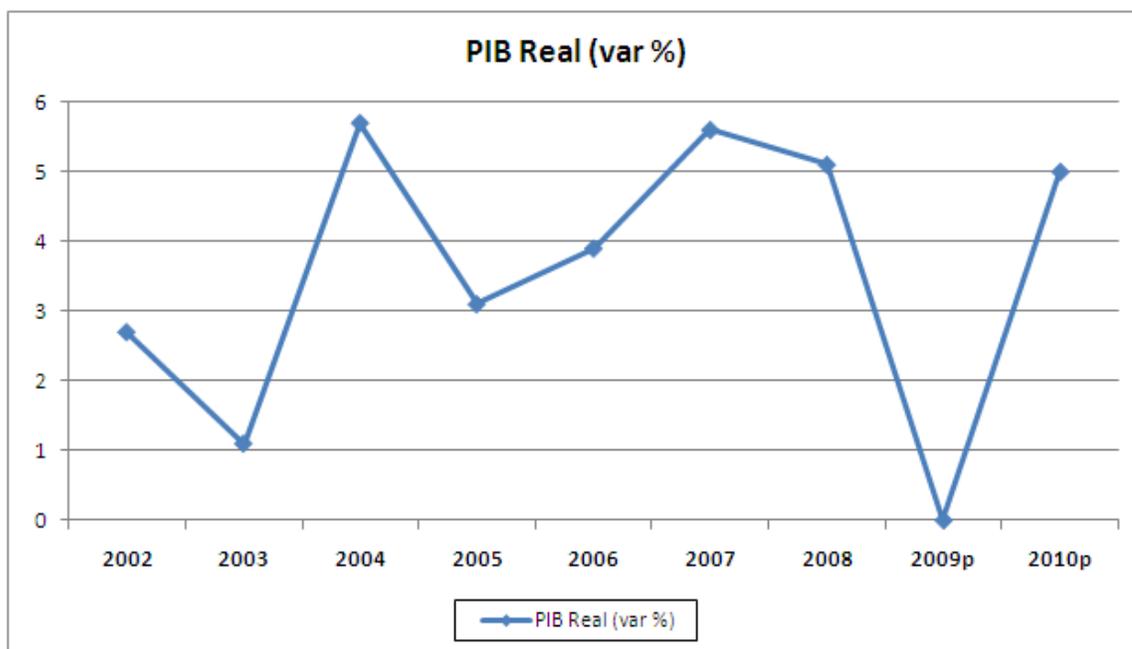
Hace sólo unas semanas Moody's informó de un mejoramiento en el rating soberano de Brasil, otorgándole la categoría de “investment rate”, ya reconocida por otras agencias de clasificación de riesgos. A lo anterior, se agrega el hecho de un recrudescimiento en los últimos meses de las entradas de capital o inversión externa directa, con presiones sobre la tasa de cambios. Las autoridades han reaccionado con una medida no convencional, como es establecer un impuesto de 2% a la entrada de capital de portafolio externo, lo cual afectó de inmediato a los mercados financieros y cambiarios.

**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	0,0	5,0
Demanda Interna (var %)	5,2	2,8	5,1	7,0	7,4	-0,6	3,3
Consumo Privado (var %)	3,9	3,9	4,2	5,9	5,4	3,2	5,8
Inversión (var %)	9,1	3,6	9,8	13,5	13,9	-13,9	14,0
Balanza comercial (US\$ Bill.)	33,64	44,70	46,46	40,03	24,75	18,67	23,02
Exportaciones (US\$ Bill.)	96,48	118,31	137,81	160,65	197,94	165,54	174,64
Importaciones (US\$ Bill.)	62,83	73,61	91,35	120,62	173,20	146,87	151,62
Cuenta Corriente (% del PIB)	1,8	1,6	1,3	0,3	-1,8	-1,3	-1,9
Inflación (%dic/dic)	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,2	4,7
Balance Fiscal (% del PIB)	-2,4	-3,0	-3,0	-2,3	-1,5	-3,2	-2,1

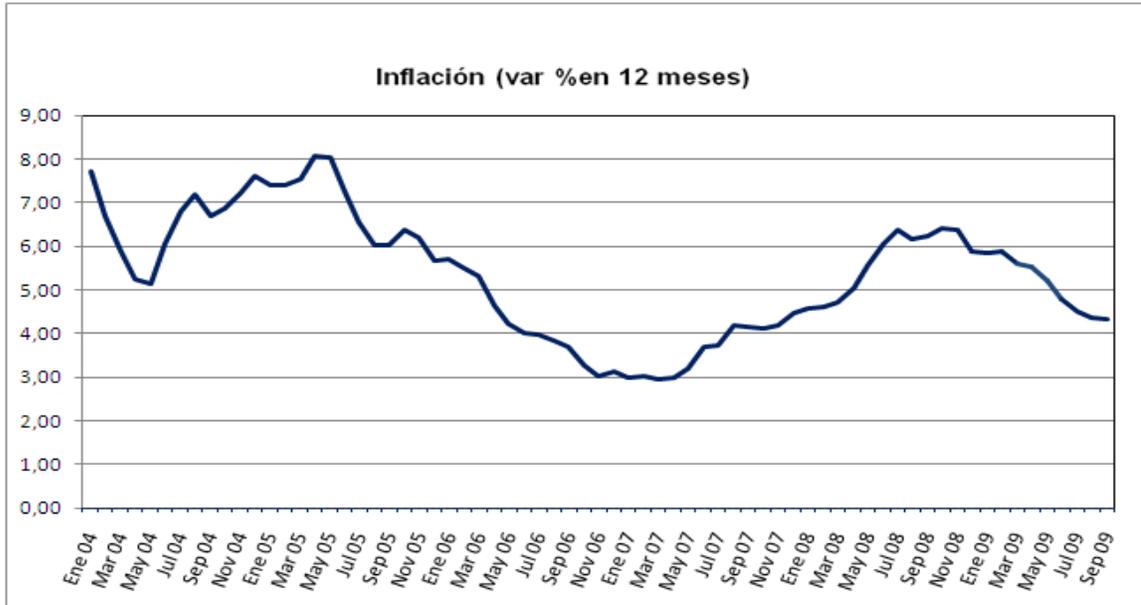
Fuentes: JP Morgan, IIF, Instituto Brasileiro de Geografia e Estadística.

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



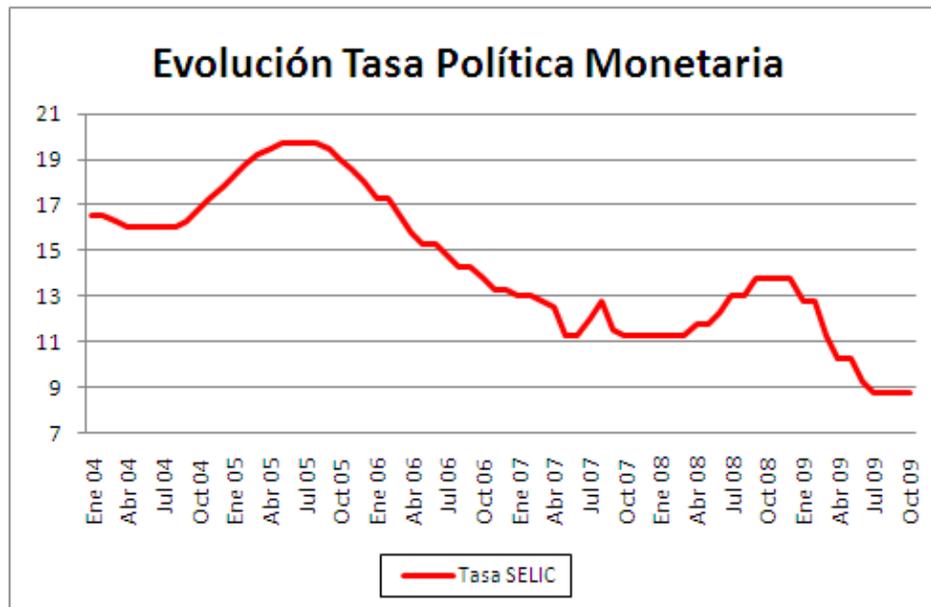
Fuente: IIF, JP Morgan.

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



Fuente: Instituto Brasileiro de Geografia e Estadística.

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



Fuente: Banco Central de Brasil.

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

	Actual	Dic 09	Mar 10	Jun 10
Tasa SELIC	8,75	8,75	8,75	8,75

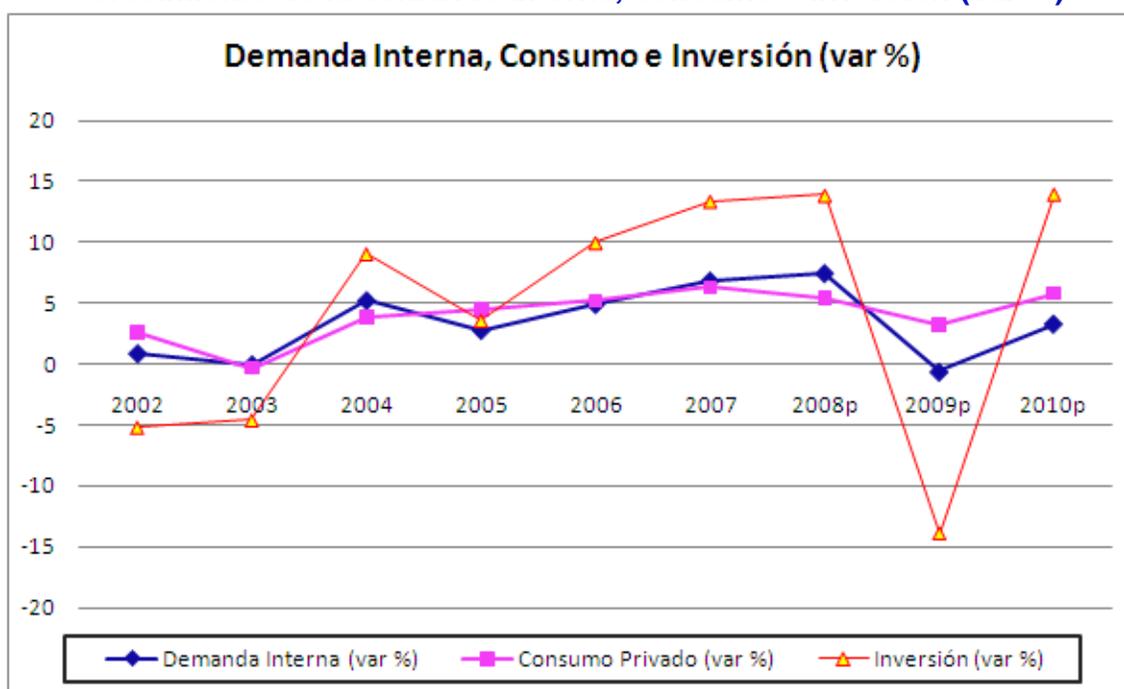
Fuente: JP Morgan

**Cuadro N° 3  
Clasificaciones de riesgo**

	Moody's	S&P
Brasil	Baa2	BBB-

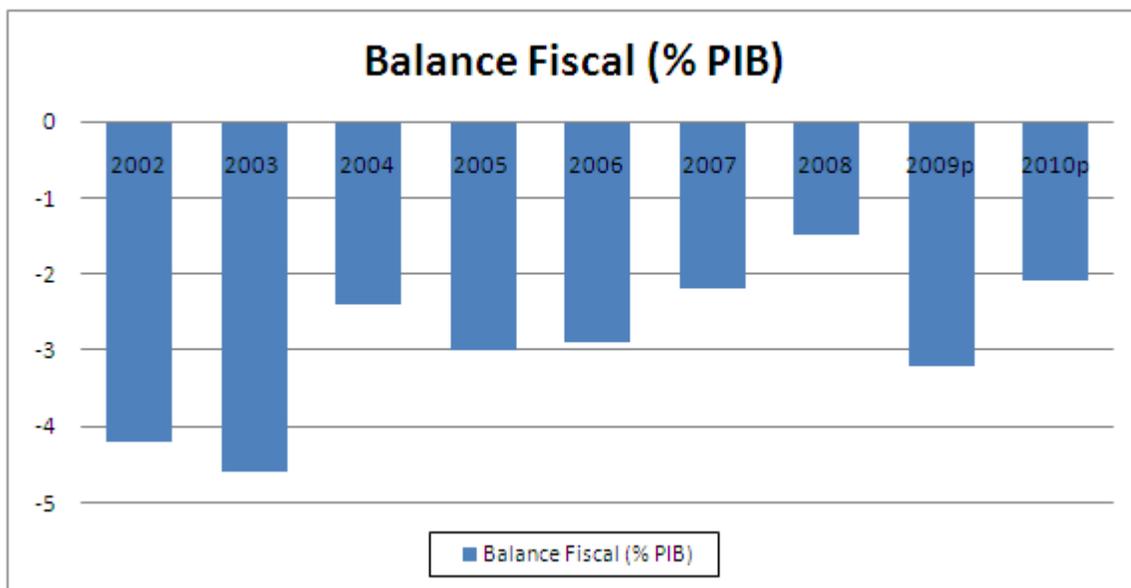
Fuente: Moody's y S&P.

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



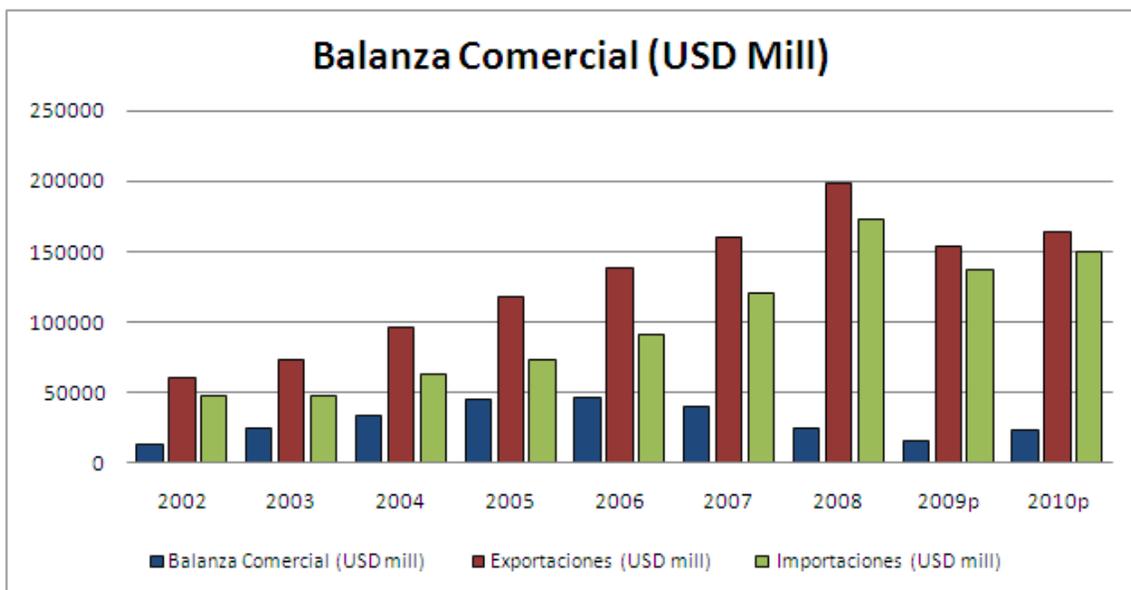
Fuente: IIF y JP Morgan.

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



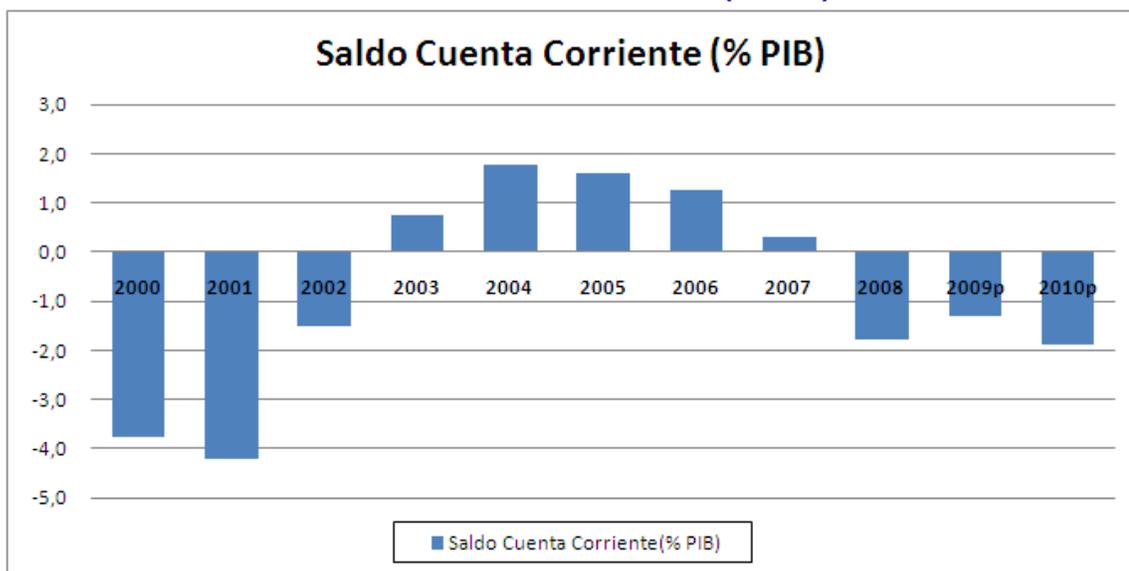
Fuente: FMI y JP Morgan

**Gráfico N° 6**  
**Balanza Comercial**



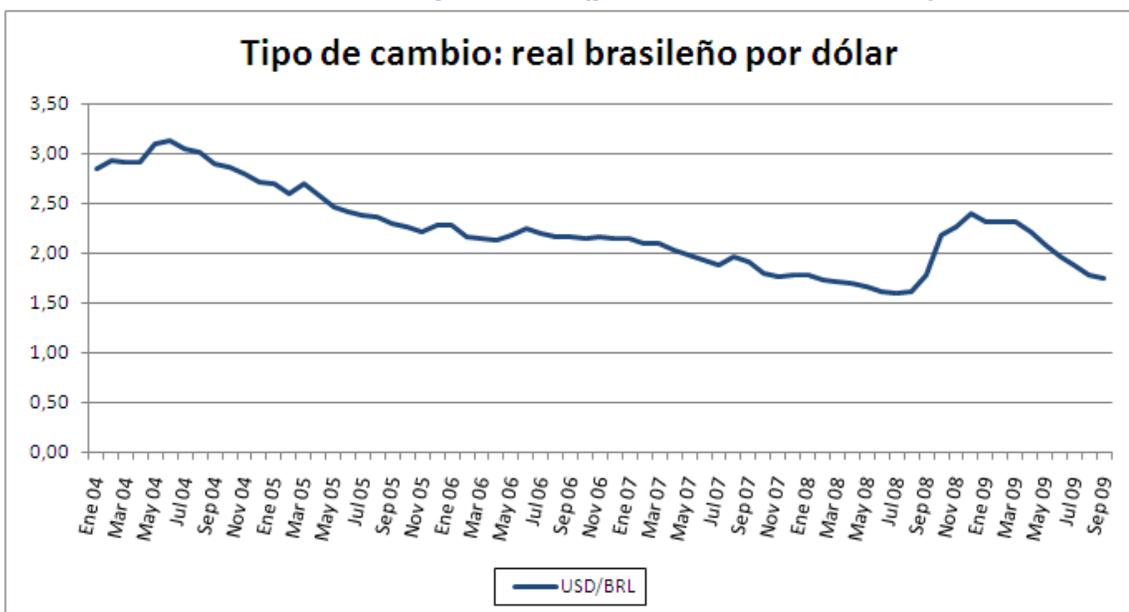
Fuente: IIF y JP Morgan.

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



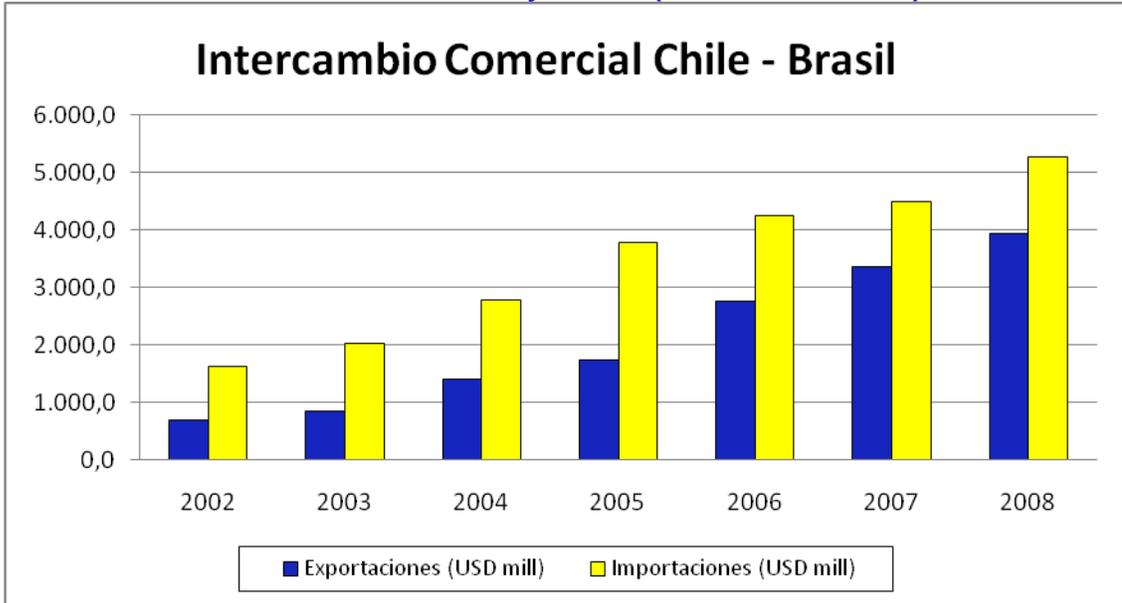
Fuente: FMI y The Economist

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



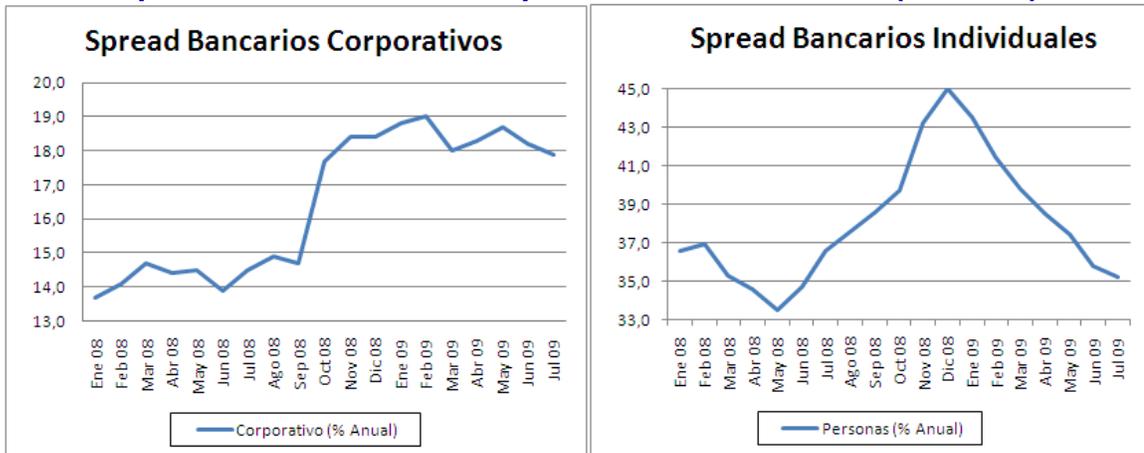
Fuente: Banco Central de Chile

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



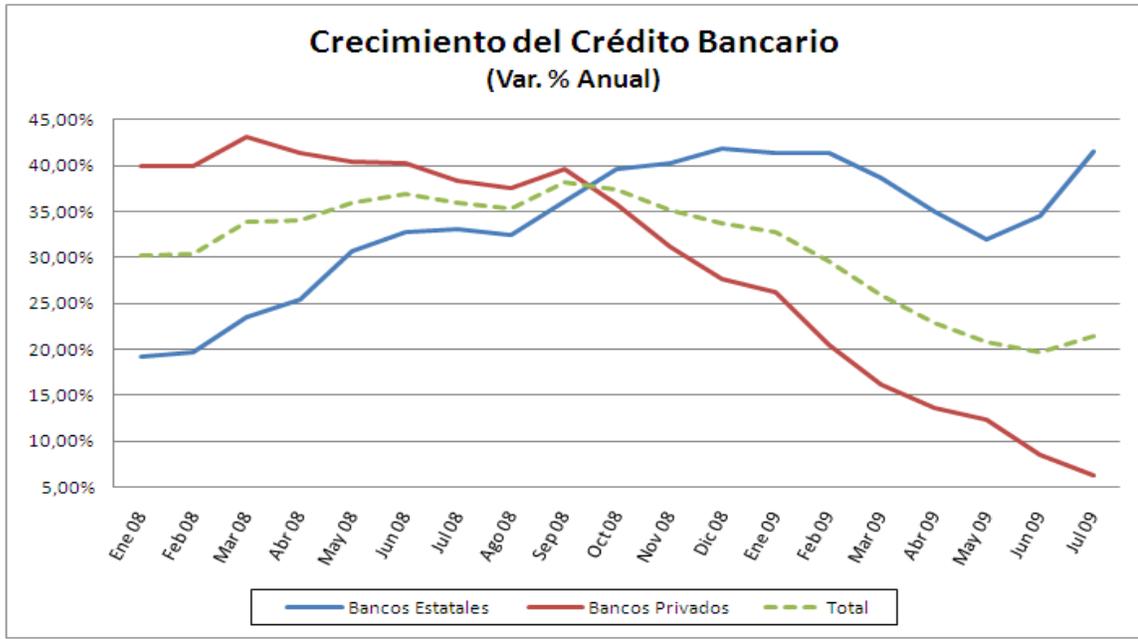
Fuente: Banco Central de Chile y Servicio Nacional de Aduanas.

**Gráfico N° 10**  
**Spread sobre Créditos Corporativos e Individuales (% Anual)**



Fuente: Banco Central de Brasil. Spread calculado como la diferencia entre **lending and funding rates**. El gráfico muestra las diferencias con que han evolucionado los Spread sobre créditos corporativos e individuales durante la crisis.

**Gráfico Nº 11**  
**Evolución del Crédito en Brasil**



Fuente: Banco Central de Brasil. El gráfico muestra la divergencia entre las tendencias de crecimiento de los flujos de créditos provenientes de bancos estatales y privados.