

El impacto de la crisis internacional en Brasil

*José Roberto Mendonça de Barros **

Tema: Este ARI examina el impacto de la crisis global en la economía brasileña y las vías por las cuales el país ha conseguido responder positivamente a los desafíos que se le presentaban, sin olvidar los nuevos retos a los que deberá seguir enfrentándose en el futuro.

Resumen: El balance global indica que Brasil ha conseguido sortear razonablemente bien la crisis internacional, a pesar de haberla sufrido con gran intensidad en un primer momento. La crisis tuvo su mayor impacto en Brasil en los últimos meses de 2008, siendo particularmente grave en relación al desempeño de la industria. Pero la situación comienza a mejorar desde el segundo trimestre de 2009. A la hora de buscar y entender las razones de tal desempeño, la solidez institucional y una cautelosa política monetaria han sido claves en la gestión de la crisis, traduciéndose en una inflación que no se ha disparado y que mantiene su tendencia hacia la baja.

Análisis: Brasil ha atravesado razonablemente bien la crisis internacional, a pesar de haber sufrido un fuerte impacto en el momento inicial. De hecho, el PIB cayó un 2,9% en el último trimestre del 2008 y un 0,9% en el primer trimestre de 2009. A partir de ese momento, volvió a comenzar el ciclo de crecimiento. Nos encontramos ante un desempeño mejor que el de los países desarrollados y muy superior al de países como Rusia y México (véase la Tabla 1). Aún así, existen algunas dudas sobre la sostenibilidad del crecimiento a largo plazo, que tal vez podría llevar a México a un crecimiento superior al de Brasil a lo largo de 2010, lo que sería una sorpresa.

Tabla 1. Crecimiento del PIB (variación en el trimestre en relación al trimestre anterior, con ajuste estacional)

(%)	Brasil	EEUU	Europa	México	Rusia
1Q08	1,80	-0,20	0,80	1,06	1,90
2Q08	1,00	0,40	-0,20	-0,36	0,80
3Q08	1,10	-0,70	-0,40	0,05	0,20
4Q08	-2,90	-1,40	-1,90	-2,42	-1,80
1Q09	-0,90	-1,60	-2,40	-6,45	-9,00
2Q09	1,10	-0,30	-0,20	-0,27	-0,20

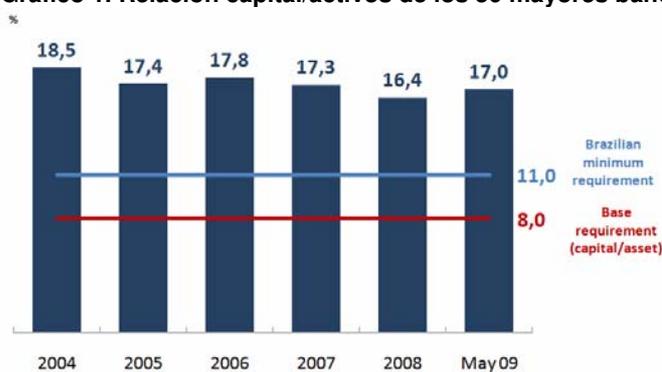
Fuente: OCDE.

Parte de lo ocurrido puede explicarse por las condiciones económicas existentes al comienzo de la crisis. En 2006 Brasil acababa de iniciar un ciclo más vigoroso de

* *Economista y socio de MB Associados, São Paulo, Brasil*

crecimiento. En muchos sectores existía capacidad ociosa y empresas con buena salud financiera. El consumidor se encontraba poco endeudado y, en general, sus obligaciones eran a corto plazo. Al contrario de lo que ocurría en Europa y EEUU, la deuda resultante de la adquisición de viviendas era muy pequeña; en realidad, el crédito inmobiliario en diciembre de 2008 era de tan sólo el 2,3% del PIB. Al mismo tiempo, desde las crisis bancarias de los años 90, el Banco Central mantuvo una fuerte regulación prudencial; el requerimiento mínimo de apalancamiento de los bancos aún es del 11%, más elevado que el 8% normalmente sugerido por los acuerdos de Basilea. Sin embargo, la cautela era todavía mayor, pues la posición efectiva del sistema bancario era de una relación capital/activos del 16% (véase el Gráfico 1).

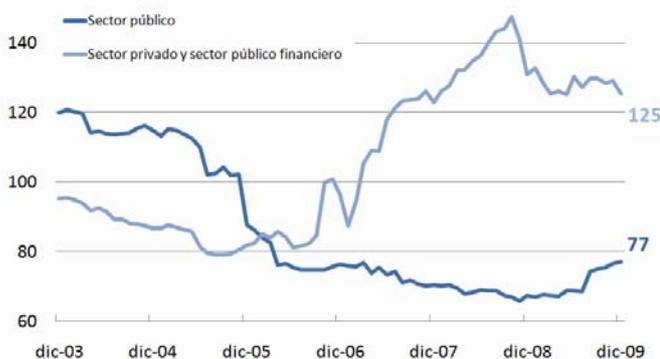
Gráfico 1. Relación capital/activos de los 50 mayores bancos brasileños (%)



Fuente: Central Bank. Elaboración: MB Asociados.

El país había obtenido un *investment grade* hacía poco tiempo, lo cual reforzó el flujo de entradas de capital y las reservas externas, alcanzando la cifra de 197.000 millones de dólares en octubre de 2008. La deuda externa seguía una tendencia a la baja, llegando a los 214.000 millones de dólares a finales del 2008. La deuda pública se había reducido a tan sólo 67.000 millones de dólares y el Tesoro Nacional, tras muchas décadas, dejó de ser deudor externo para convertirse en acreedor (véase el Gráfico 2).

Gráfico 2. Evolución de la deuda externa (miles de millones de dólares)



Fuente: Bacen. Elaboración: MB Asociados. (*) No incluye créditos intercompañías.

De esta forma, una desvalorización del real no implicaría, como de hecho se verificó, ningún tipo de presión fiscal sobre el gobierno. Al contrario, la ganancia cambiaria del mismo tuvo como resultado, en un primer momento, una reducción de la deuda.

Como ya se ha expresado, la crisis tuvo su mayor impacto en los últimos meses de 2008 y fue particularmente grave en relación al desempeño de la industria, que sufrió por tres vías. En primer lugar, las exportaciones de productos manufacturados cayeron sustancialmente durante el último trimestre de ese año, aproximadamente en un 37%. El mayor problema con el que se encontraron los exportadores brasileños fue una abrupta reducción de las adquisiciones por parte de los países emergentes, que eran los mayores compradores de su industria, particularmente especializada en productos de tecnología media. Por ejemplo, Argentina y México eran los mayores mercados en lo que se refiere a compras de automóviles nacionales. En realidad, esta contracción de los mercados para los productos brasileños continúa en gran medida hasta la actualidad. En segundo lugar, además de la retracción mencionada, tuvo lugar, como en el resto del mundo, un colapso de la financiación en dólares de las exportaciones. En este momento vivimos la primera crisis de crédito en línea de la historia moderna. Esta restricción del crédito alcanzó igualmente a las operaciones destinadas al mercado interno. Durante los meses anteriores a la crisis, muchas compañías habían obtenido crédito mediante operaciones en reales, pero con derivados cambiales. Como el real se desvalorizó más de un 30% en los últimos meses de 2008, estas empresas se vieron muy perjudicadas y muchas llegaron a la insolvencia. Al igual que en otros mercados y países, la mayoría de las compañías no imaginaba la dimensión de los riesgos que implicaba el uso de derivados. Así pues, la caída de las exportaciones y el recorte del crédito hizo que las empresas tuvieran que reducir sus operaciones y utilizar una política especialmente agresiva de reducción de existencias, aun a costa de pérdidas financieras. En muchos casos, especialmente el de materias primas como fertilizantes, por ejemplo, compras realizadas antes de la crisis llegaron a Brasil cuando las cotizaciones se habían reducido de forma acentuada. En estos casos, la liquidación de existencias tuvo que realizarse con enormes pérdidas. Con el flujo de caja fuertemente negativo, gran cantidad de empresas redujeron bruscamente sus niveles de producción y cancelaron o postergaron proyectos de inversiones. La cartera de pedidos de la industria de bienes de capital se encogió bruscamente. El resultado fue una caída en la producción industrial del 21% entre octubre y diciembre de 2008, que sólo comenzó a recuperarse algunos meses después. Para evaluar lo profundo que fue el descenso, se puede mencionar que, con toda la recuperación de la economía brasileña a partir del segundo trimestre de 2009, se mantiene la previsión de un desempeño negativo de la industria para el año en su conjunto estimado en un -7,7%.

No obstante, en otros sectores de la economía, especialmente en el de servicios, la situación fue muy diferente desde el comienzo, en gran medida como resultado de la fuerte expansión del gasto público, especialmente el vinculado al pago de personal. A lo largo del año, el crecimiento del número de funcionarios y el aumento del salario real en el sector público ya venían inyectando poder de compra en el sistema. En la misma dirección, el aumento del salario mínimo por encima de la tasa de inflación y el incremento de gastos de la seguridad social y de los programas de asistencia social, como el llamado *Bolsa Família* (Ayuda Familia), fueron importantes. En consecuencia, la masa de ingresos salariales se mantuvo y con ella el desempeño del comercio. A pesar de la crisis, la masa real de ingresos personales creció un 2,2% entre octubre de 2008 y enero de 2009. Las ventas del comercio siguieron una tendencia positiva y concluyeron el año con una expansión estimada en el 5,6% (véase el Gráfico 3).

Gráfico 3. Índice de producción de la industria y el comercio minorista (base: enero 2000 = 100)



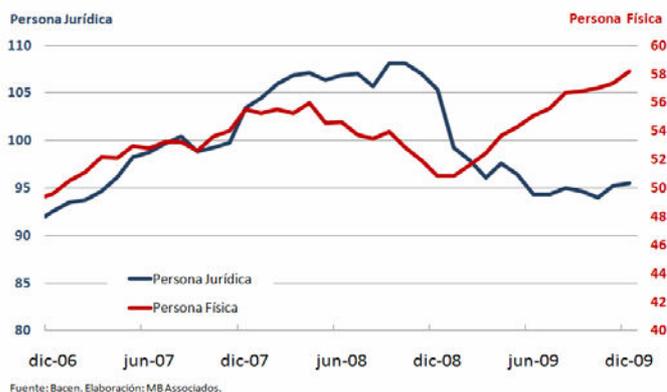
Otras actividades, como las telecomunicaciones y los sectores financiero e inmobiliario, también presentaron un buen desempeño como consecuencia del crecimiento del gasto personal.

Esta tendencia se reforzó a través de varias medidas monetarias y fiscales. El Banco Central proporcionó rápidamente un fuerte soporte de liquidez a los bancos menores que, reforzados, pudieron ajustar sus carteras sin llegar a ningún caso de quiebra. Simultáneamente, se abrieron líneas de crédito comerciales en dólares, con utilización de las reservas externas, a fin de dar liquidez a los exportadores. En esta operación el Banco do Brasil tuvo un papel relevante. En realidad, los principales bancos públicos (Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal y Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) expandieron fuertemente sus carteras de préstamos. Solamente el futuro podrá decir si la calidad de esta cartera se mantuvo alta o si la mora crecerá. Finalmente, los intereses comenzaron a ser reducidos de forma más sistemática llegando al final del año con disminución total de 500 puntos, lo cual evidentemente facilitó la vuelta del crédito.

El Tesoro también se movió, acelerando los gastos corrientes, y lo hizo de dos maneras: (1) a través de una nueva alta de las nóminas del sector público; y (2) con el aumento de los gastos de seguridad social y las transferencias al sector privado. Estimamos, por ejemplo, que para el conjunto de 2009 la masa salarial del sector público creció en más de 17.000 millones de reales, lo que representa casi el 40% del crecimiento estimado para la masa total de ingresos personales de Brasil. Con salarios más altos, los funcionarios públicos y los jubilados obtuvieron crédito para la adquisición de bienes en un volumen próximo a los 22.000 millones de reales. Al mismo tiempo, se redujeron los impuestos para una serie de productos, siendo el caso más relevante el de la reducción de la carga fiscal sobre los automóviles. En realidad, dicho sector se convirtió en un caso especial ya que sus ventas se recuperaron de forma extraordinaria. A finales de 2009 las ventas de automóviles y vehículos comerciales ligeros alcanzaron 3.207.000 unidades, con un crecimiento del 11,9% en relación a 2008. El desempeño del mercado interno fue tan grande que compensó la enorme reducción en el ámbito de las exportaciones de vehículos, que aun así fue de 473.000 unidades (-36%) en 2009. A partir de los estímulos fiscales, los bancos, especialmente los del sector privado, volvieron a conceder préstamos a los consumidores, generando las bases para una vuelta acentuada en la demanda de bienes de consumo duraderos. El crédito total a los consumidores terminó en 2009 con niveles más elevados que durante el período previo a la crisis. La gran

disposición de las personas para solicitar crédito de consumo contrasta fuertemente con las dificultades europeas y norteamericanas en elevar el nivel de préstamos, aun después de toda la expansión de liquidez patrocinada por el Banco Central Europeo y por la FED (véase el Gráfico 4).

Gráfico 4. Concesiones reales de crédito para persona física y jurídica (media móvil de tres meses; datos sin marca estacional en miles de millones de reales)



La situación económica brasileña comenzó a mejorar en el segundo trimestre de 2009. Uno de los factores más importantes fue la percepción de que la inflación, eterna enemiga en situaciones de crisis, no alteraría su tendencia a la baja. La fortaleza de las instituciones y la cautelosa política monetaria fueron reforzadas por la trayectoria de revalorización del real. En esta situación, el sistema comenzó a aceptar la idea de que el coste de la vida se mantendría dentro del objetivo del 4,5%, lo que de hecho ocurrió, ya que los números finales muestran que el IPCA (Índice oficial de precios al consumidor) registró un aumento del 4,3%. Es tal vez útil recordar que en Brasil, al contrario de lo que ocurre en Argentina, los índices oficiales de precios gozan de total credibilidad y son siempre comparados con índices calculados por instituciones no gubernamentales, como la Universidade de São Paulo y la Fundação Getulio Vargas. Naturalmente, el mantenimiento de la inflación en límites bajos reforzó el deseo de obtener más crédito, lo cual se fue acelerando a lo largo del año.

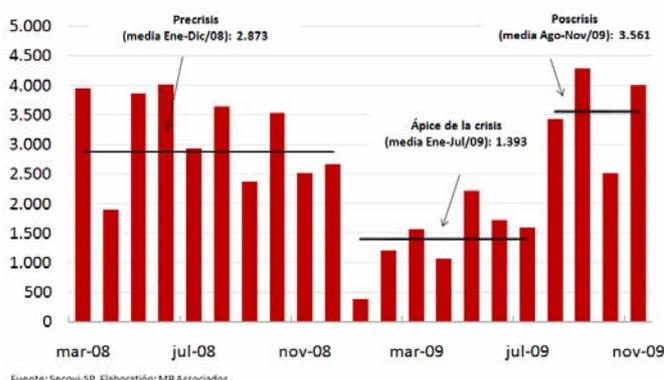
En paralelo a la demanda de consumo, las exportaciones brasileñas comenzaron a sufrir una influencia positiva por parte de la fuerte recuperación de la economía china. Como se sabe, tras una reducción del crecimiento de su PIB en el comienzo del año que llegó al nivel del 6%, la economía del gigante asiático —estimulada por su espectacular paquete de inversiones— creció al 7,9% y al 8,95% en el segundo y tercer trimestre, respectivamente. En consecuencia, las exportaciones de productos básicos se recuperaron. En 2009 China se convirtió en el mayor socio comercial de Brasil, siendo el destinatario del 13% de las exportaciones nacionales. Al mismo tiempo, la participación norteamericana se redujo a aproximadamente el 10%, pasando a ocupar el segundo lugar.

Muchos analistas lamentan que las exportaciones industriales no hayan seguido el ritmo del crecimiento exportador de los productos básicos, alegando un bajo componente tecnológico en las cadenas de recursos naturales. Sin embargo, son necesarias dos precisiones: en primer lugar, el componente tecnológico en las cadenas del agronegocio y del petróleo de aguas profundas es muchísimo mayor de lo que se supone. Para una gran consultora internacional, biotecnología y petróleo de aguas profundas son dos de las

cuatro áreas de mayor progreso tecnológico en la actualidad (junto con tecnología de la información y aeronáutica/astronáutica). En segundo lugar, una de las ventajas de ser un *global trader*, como Brasil, es poder aprovechar el hecho de que siempre existe algún tipo de cliente con mercados en expansión. La política comercial es la que debe ser dinámica, siempre buscando abrir nuevos mercados y luchando contra el proteccionismo.

Además del consumo y de las exportaciones de productos básicos, la construcción civil residencial se recuperó rápidamente a partir del segundo trimestre. Como se puede ver en el Gráfico 5, el inicio de construcción de nuevos edificios en São Paulo volvió a aumentar (lo mismo ocurrió en el resto del país). La demanda se elevó de manera muy firme de forma que el crédito para el sector creció aproximadamente un 40% en 2009.

Gráfico 5. Construcción de nuevos edificios en el municipio de São Paulo (unidades)



Tras dos trimestres de caída, el crecimiento se recupera a partir del segundo trimestre de 2009 y se mantiene desde entonces. No obstante, para el año en su conjunto, el PIB debe de haberse mantenido estancado, siendo nuestra previsión del -0,1%. Para 2010, sin embargo, se prevé un crecimiento robusto, del orden del 6%, consolidando la recuperación.

El país ha salido relativamente rápido de la crisis, y ha sido premiado por esto. El riesgo país, medido por el CDS, está un poco por encima de los 100 puntos; el índice de la Bolsa de Valores de São Paulo es el que más se ha revalorizado, en dólares, entre los países emergentes. La propia Bolsa, que es una empresa pública, vale –a la fecha de este ARI– más de 15.000 millones de dólares, la tercera más valiosa del mundo, tan sólo por detrás de las de Chicago y Hong Kong. El lanzamiento de acciones del Banco Santander de Brasil fue el más importante del mundo emergente en 2009.

A corto plazo debe destacarse el aumento del déficit público nominal a un nivel aproximado del 4,5% en noviembre de 2009, desde menos del 2% en diciembre de 2008. Por otro lado, la deuda pública bruta (sin descontar las reservas externas) aumentó del 53% en 2007 a cerca del 65%. En comparación con el mundo desarrollado, no son cifras especialmente elevadas.

A medio plazo, el coste será relativamente pesado. El aumento extraordinario del coste del empleo público (política que jamás podría ser clasificada como keynesiana) consagró una rigidez de las cuentas públicas y, de cierta forma, garantiza que la inversión federal continuará siendo del orden de un ridículo 2% del PIB, para un país donde la recaudación tributaria es del 36% del PIB. Al mismo tiempo, subió en alto grado el déficit de la

Seguridad Social (tanto del sector público como del privado). Existe una evidente inconsistencia intertemporal en este punto, que tendrá que ser resuelta en el futuro.

Conclusión: En resumen, después de dos trimestres de tendencia a la baja, la economía brasileña se estabilizó en el segundo trimestre de 2009 y volvió a crecer. El país ha salido relativamente rápido de la crisis, y ha sido premiado por esto. Quedan en el aire dos preguntas relevantes: ¿cuál es el coste de los programas de estímulo y apoyo? y ¿será sostenible la vuelta del crecimiento?

Aunque la respuesta no sea simple, creemos que los costes han sido relativamente modestos a corto plazo, pero bastante importantes a medio plazo. Razones electorales y de naturaleza ideológica (el deseo de ampliar el papel del Estado en la economía) son en gran parte responsables de las decisiones tomadas. La competitividad de la economía brasileña viene reduciéndose en el período reciente, como resultado de la baja calidad de la educación, del empeoramiento de la infraestructura de transportes y puertos, de los elevados impuestos, del alto coste de la energía eléctrica, etc. Además, todavía está por ver cómo reaccionan los mercados internacionales y la economía doméstica al establecimiento del impuesto del 2% a las entradas de capital especulativo que el gobierno impuso en octubre para evitar la apreciación del real y la creación de una burbuja.

Las incertidumbres que aún existen en relación al patrón de recuperación de la economía mundial y los costes que se han mencionado anteriormente sugieren que, desafortunadamente, todavía no está garantizada la sostenibilidad del crecimiento brasileño a tasas elevadas. Aún así, Brasil ha demostrado que está, junto con China y la India, en el grupo de países que mejor ha sorteado la crisis. Además, desde el punto de vista internacional, su proyección no ha hecho más que crecer durante esta crisis, como demuestran su activo papel en el G-20 y el liderazgo regional que comienza a tener.

José Roberto Mendonça de Barros
Economista y socio de MB Associados, São Paulo, Brasil