

TRIBUNA DE ECONOMÍA

Todos los artículos publicados en esta sección son sometidos
a un proceso de evaluación externa anónima

Fernando López Vicente*

LA SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA BRASILEÑA EN EL ACTUAL ESCENARIO ECONÓMICO MUNDIAL

Durante la última década Brasil experimentó una etapa de crecimiento robusto y reformas institucionales, en especial del marco de políticas macroeconómicas, respaldada por el ciclo alcista de las materias primas y fuertes entradas de capitales exteriores. En parte gracias a ello, la crisis financiera y económica global no afectó significativamente a la economía brasileña, que pudo sortear la crisis de modo satisfactorio. Sin embargo, la intensa moderación del crecimiento desde 2011 y una inflación persistente han puesto de manifiesto sus deficiencias estructurales, lo que junto a cierta inconsistencia en la conducción reciente de la política económica ha provocado una reevaluación de las expectativas sobre Brasil. En este contexto, el anuncio del posible cambio de tono de la política monetaria en EE UU, en mayo de 2013, generó tensiones en los mercados emergentes, y países considerados por los inversores internacionales como vulnerables, Brasil entre ellos, experimentaron acusados ajustes en su tipo de cambio, spreads y flujos de financiación exterior, resucitando viejos temores asociados a episodios de sudden stops. A pesar de que, en efecto, Brasil presenta desequilibrios económicos preocupantes, también cuenta con resortes para afrontar y evitar episodios de ese tipo. En este trabajo se evalúan, precisamente, las fortalezas y vulnerabilidades de la economía brasileña en el actual escenario internacional y ante el inicio del nuevo ciclo monetario mundial, que implicará, irremediabilmente, unas condiciones financieras menos favorables.

Palabras clave: política macroeconómica, balanza de pagos, flujos de capitales exteriores, tipo de cambio, fortalezas, vulnerabilidades, Brasil.

Clasificación JEL: E6, F31, F32, G15, O1.

1. Introducción

Desde el año 2003 la economía brasileña entró en una etapa de crecimiento sostenido que la ha convertido

en una de las principales economías del mundo. En este período Brasil se vio beneficiado por un *shock* externo positivo (incremento del precio de las materias primas y de la demanda mundial), que provocó una mejora de los términos de intercambio y cuantiosas entradas de capitales. Además, el país culminó un conjunto exitoso de reformas estructurales y del marco de política económica, iniciadas en 1994 con el Plan Real (véase, por ejemplo,

* Economista Titulado. Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales. Banco de España.
Versión de enero de 2014.

Ter-Minasian, 2012 y Arnold y Jalles, 2014) y consolidadas durante el gobierno de Lula (2003-2010), pero que discurrieron por un camino tortuoso, con la aparición intermitente de severas crisis cambiarias y de balanza de pagos durante el período 1998-2002 (véase, por ejemplo, Averbug y Giambiagi, 2000 y García, 2009). En todo este período la inflación se estabilizó en niveles moderados a raíz de la adopción, en 1999, de un *inflation targeting* y la libre flotación del tipo de cambio; la política fiscal se hizo sostenible, tras la ley de responsabilidad fiscal del año 2000; y las políticas micro, sobre todo desde 2003, se dirigieron a fomentar la demanda con políticas sociales, de rentas y de impulso del crédito. Todo ello permitió, finalmente, la consecución de la estabilidad macroeconómica, mejorar las condiciones financieras, reducir la pobreza y la aparición de una clase media mayoritaria (OECD, 2013). A pesar de todo, se aparcaron otras reformas estructurales, esenciales para la competitividad y sostenibilidad del crecimiento a largo plazo.

Por lo apuntado anteriormente, Brasil pudo afrontar la crisis reciente con un margen de maniobra con el que no había contado en episodios anteriores, lo que le permitió adoptar políticas contracíclicas frente al *shock* de finales de 2008 (Silva y Ribeiro, 2012). Así, la economía brasileña tan solo cayó un 0,3 por 100 en 2009, y se recuperó con fuerza en 2010 (7,5 por 100). El leve impacto de la crisis y la vigorosa salida de ella alentaron expectativas positivas sobre la capacidad de crecimiento de la economía brasileña, que se vio alentada además por la entrada de capitales extranjeros en un entorno de elevada liquidez internacional, a raíz de las políticas monetarias ultra expansivas de los países desarrollados. Sin embargo, esta percepción favorable de los inversores no ha acabado de materializarse. A partir de 2011 el vigor con el que Brasil sorteó la crisis se diluyó y algunos factores que propiciaron su auge —como el *shock* externo positivo— comenzaron a agotarse. La inesperada e intensa ralentización, junto con una inflación persistente, ha puesto de manifiesto las rigideces estructurales de la economía y ha provocado una reevaluación de las expectativas.

En este contexto, los países emergentes se vieron sacudidos en mayo de 2013 por el anuncio del posible inicio de la retirada de estímulos por la Reserva Federal (el denominado *tapering*). Los inversores internacionales reaccionaron, reduciendo sus posiciones en los mercados emergentes, lo que ha revivido los temores asociados a *sudden stops*, tan conocidos en Latinoamérica (para una revisión de los efectos y respuestas de política económica ante estos episodios véase, por ejemplo, Cavallo e Izquierdo, 2009). Algunos países con fundamentos más débiles, como Brasil (inflación elevada, débil posición fiscal y externa y agenda de reformas incierta), sufrieron un impacto mayor: el real llegó a depreciarse un 20 por 100 y su diferencial soberano aumentó 90 puntos básicos; si bien, tras la decisión definitiva de la Reserva Federal (FED, por sus siglas en inglés) de iniciar el *tapering*, adoptada en diciembre, los mercados se estabilizaron (Gráfico 1).

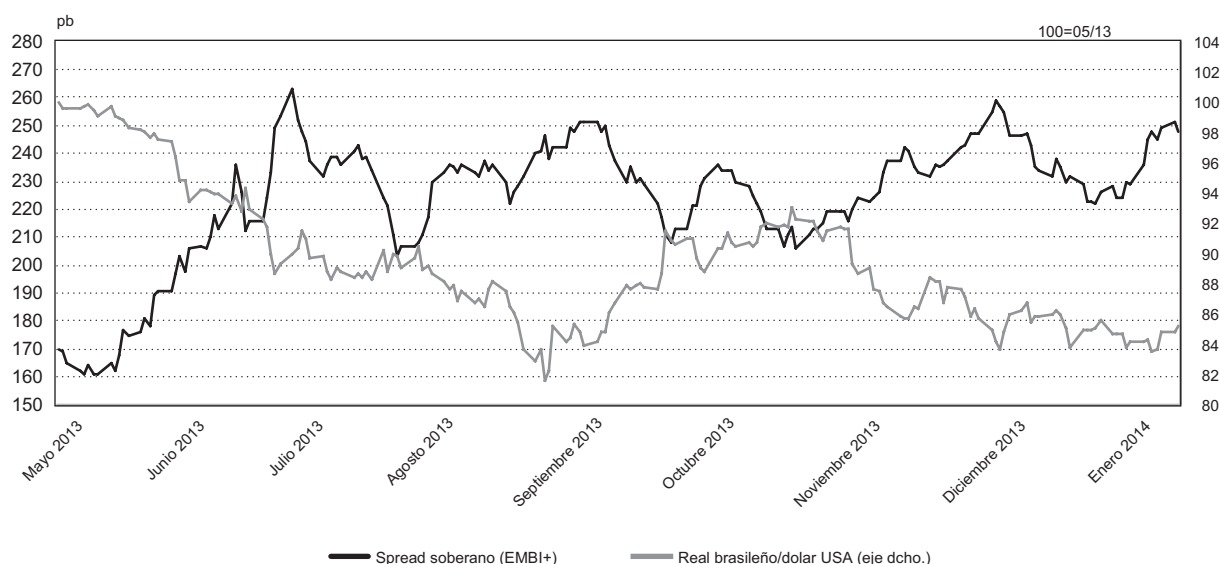
Ahora bien, Brasil, a pesar de presentar desequilibrios económicos relevantes, también cuenta con fortalezas para afrontar el actual escenario internacional. El propósito de este artículo es, precisamente, revisar la situación actual de la economía brasileña y la conducción de sus políticas económicas. De esta forma, pretendemos poner de manifiesto sus vulnerabilidades y fortalezas generales, y evaluar la capacidad de Brasil para afrontar los retos futuros y, en concreto, el inicio del nuevo ciclo monetario internacional, que conllevará, necesariamente, unas condiciones financieras menos favorables que en el pasado reciente.

2. Evolución económica reciente

A pesar del buen desempeño económico durante la crisis, a partir de mediados de 2011 aquel vigor se diluyó y Brasil entró en una fase de letargo —el crecimiento se moderó hasta el 2,7 por 100 en 2011 y el 1 por 100 en 2012— de la que ha empezado a despertar tímidamente en 2013. En este último año el PIB creció un 2,3 por 100 anual, acumulando más de dos años de tasas de crecimiento inferior al

GRÁFICO 1

EFECTO DEL ANUNCIO DEL TAPERING SOBRE BRASIL



NOTA: pb: puntos básicos.

FUENTE: BCB, Datastream y elaboración propia.

potencial, que el FMI rebajó recientemente hasta el 3,5 por 100.

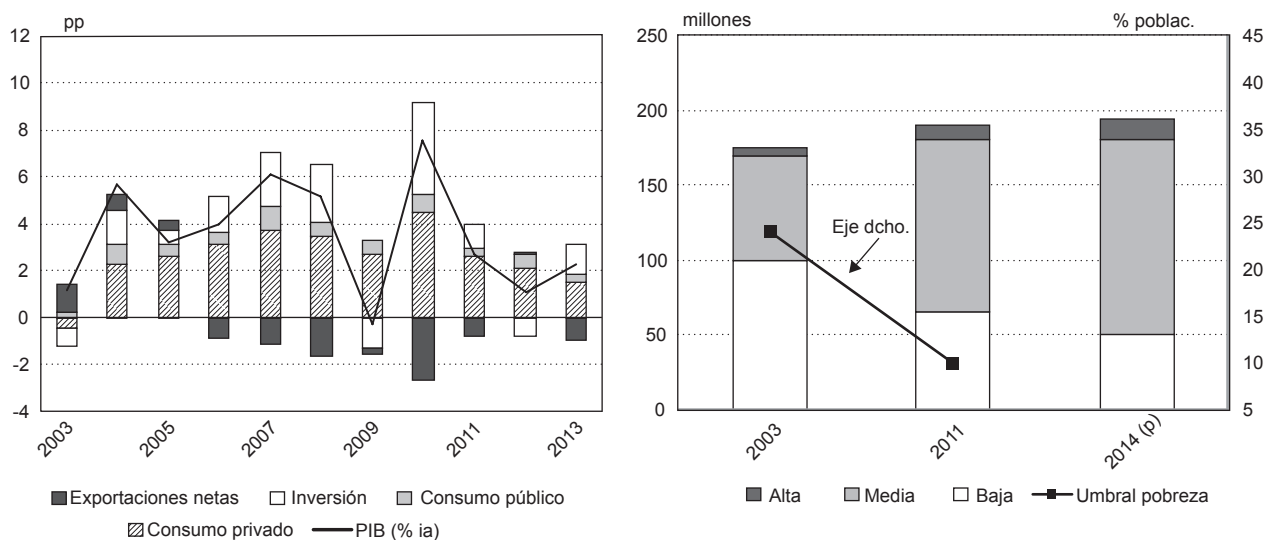
Esta ralentización se debió, en parte, a factores coyunturales: la desaceleración económica mundial, el endurecimiento de la política monetaria doméstica y las menores entradas de capitales. Sin embargo, tras el giro expansivo de las políticas desde finales de 2011, tratando de vigorizar la economía, y la disipación de los otros factores coyunturales, la actividad no ha ganado impulso. Ello ha abierto el debate sobre el posible agotamiento del modelo anterior de crecimiento, basado principalmente en un auge del consumo privado (Gráfico 2), por encima del observado en otros países emergentes (FMI, 2013), impulsado en parte por políticas de inclusión social y laborales —como las reformas del salario mínimo— que permitieron aumentar la renta de las familias y la aparición de una clase media prominente (OECD, 2013). Estas políticas tuvieron éxito en la paulatina re-

ducción de los niveles de pobreza y las desigualdades de rentas, pero no dieron solución a las rigideces estructurales que limitan el potencial de crecimiento de Brasil, como el desarrollo de infraestructuras, la liberalización de los mercados, la flexibilización del gasto público, la simplificación del sistema impositivo y la reducción del intervencionismo y la burocracia (FMI, 2013).

La débil recuperación en 2013 se está apoyando, de momento, en el repunte de la formación bruta de capital, mientras que el consumo se está mostrando menos sólido (Gráfico 2). Este patrón de crecimiento, con un mayor protagonismo de la inversión, es positivo para reequilibrar un modelo que, como se señaló anteriormente, ha estado sesgado hacia el consumo privado, lo que ha provocado un rezago de la inversión (véase subapartado: La necesidad de un reequilibrio en el modelo de crecimiento). Este rezago habría generado tensiones en una economía con severas limi-

GRÁFICO 2

CRECIMIENTO (CONTRIBUCIÓN) Y DISTRIBUCIÓN DE LA POBLACIÓN POR RENTA



taciones de oferta, derivadas, precisamente, del reducido nivel de inversión, sobre todo en infraestructuras (Gráfico 3). El dato negativo lo aporta el sector exterior, con una atonía de las exportaciones, que contrasta con el buen desempeño de las importaciones, sobre todo de bienes de capital, ligado a la recuperación de la inversión, lo que ha diluido el superávit comercial. Por ello, el déficit corriente se ha ampliado, alcanzando el 3,6 por 100 del PIB a finales de 2013 (Gráfico 3).

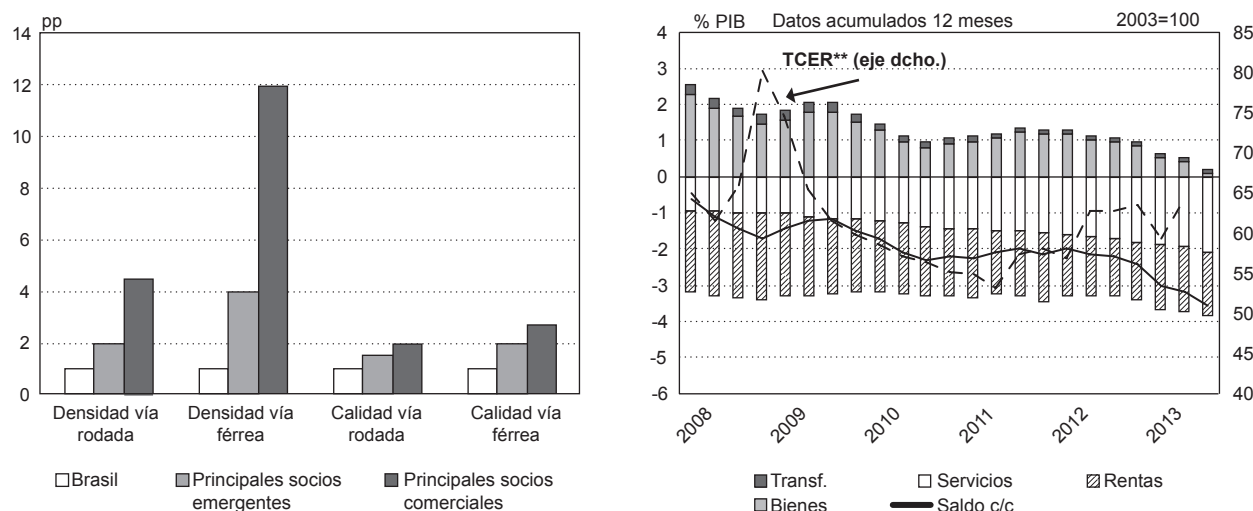
Esta evolución se explica, en parte, por la ralentización económica mundial y el deterioro de la relación real de intercambio ante la moderación del precio de las materias primas; pero también pone de manifiesto la pérdida de competitividad de los productos brasileños, relacionada con un tipo de cambio sobreapreciado (World Bank, 2013), unos costes laborales elevados y en rápido crecimiento en relación a otras economías emergentes —en parte debido a los fuertes incremen-

tos del salario mínimo y a las características de la negociación salarial, que ligan el crecimiento de los salarios a la inflación pasada— y, además, con un menor crecimiento de la productividad (véase, por ejemplo, OECD, 2013 y Duade y Fernández-Arias, 2010).

La inflación es un punto de especial preocupación, ya que es elevada y generalizada por productos, sobre todo entre los no transables (servicios, fundamentalmente), lo que le confiere mayor resistencia (Gráfico 4). En el último informe de inflación (diciembre), el Banco Central de Brasil (BCB) preveía una inflación del 5,8 por 100 en 2013 y del 5,6 por 100 en 2014, algo inferior a las expectativas del mercado, pero por encima del objetivo central de inflación (4,5 por 100) por quinto año consecutivo. Esta resistencia es aún más preocupante si tenemos en cuenta que una gran cantidad de productos se rigen por precios regulados —que mantienen una tendencia bajista desde 2012—, y que el Gobierno,

GRÁFICO 3

INFRAESTRUCTURAS* Y BALANZA DE PAGOS



NOTAS: *Infraestructuras en Brasil en relación a sus principales socios comerciales. Los datos están normalizados en relación al valor de Brasil, que es 1. **TCER = tipo de cambio efectivo real. pp: puntos porcentuales.

FUENTE: IBGE, OECD (2013) y Datastream.

durante 2013, ha aplicado rebajas impositivas a los productos básicos de la cesta de consumo. El BCB considera que el crecimiento de los costes laborales (Gráfico 4), junto con la depreciación cambiaria, explican mayoritariamente las presiones inflacionistas.

Ambos factores, una inflación persistente y la ampliación del déficit corriente, indicarían que la economía brasileña ha estado sobrecalentada y que el fuerte ajuste de los últimos años no ha permitido la corrección de dichos desequilibrios.

3. La gestión reciente de la política macroeconómica

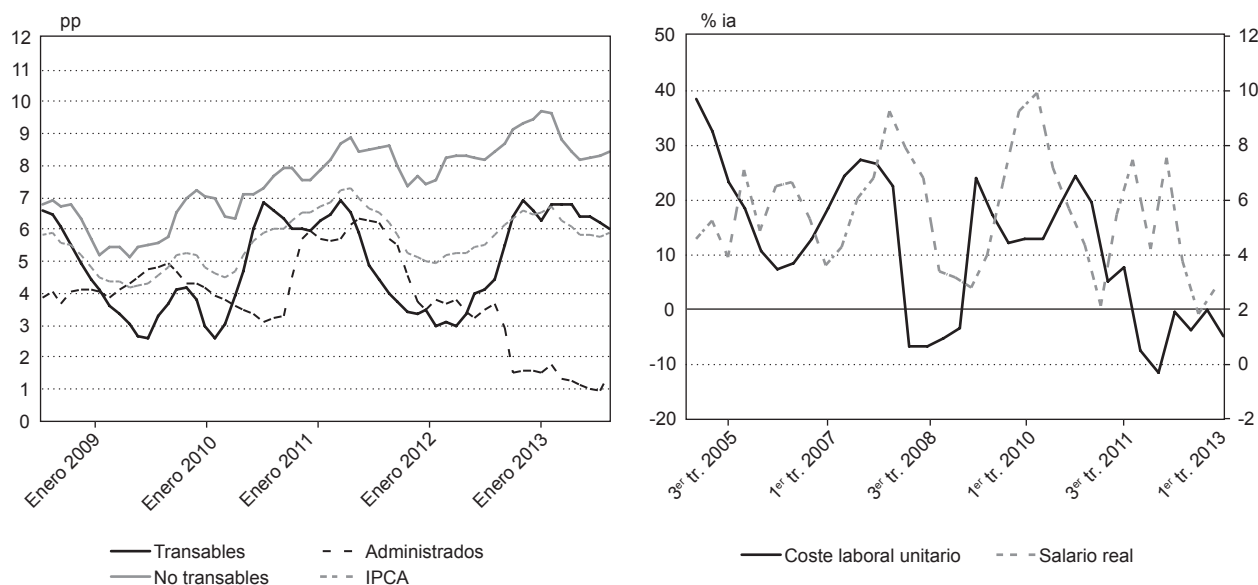
Durante la crisis las políticas monetarias y fiscales han sido proactivas, con un marcado carácter contracíclico, mientras que los vaivenes de los flujos de capitales han determinado el tono e intensidad de las

políticas cambiarias y macroprudenciales, orientadas a facilitar un ajuste ordenado del tipo de cambio y prevenir los riesgos derivados de entradas de capitales excesivas (Pereira da Silva y Eyer Harris, 2012).

En los últimos años Brasil se ha convertido en uno de los principales receptores de capitales exteriores, que alcanzaron un máximo a mediados de 2011 (5 por 100 del PIB), al tiempo que el real se apreció hasta máximos históricos, en torno a 1,55 USD/BRL. En ese período las autoridades económicas desplegaron un arsenal de medidas, interviniendo en el mercado de divisas (acumulación de reservas exteriores) y adoptando medidas macroprudenciales (aumento de encajes y requerimientos de capital) y de control de cambios (manejo del impuesto de operaciones financieras). Todo ello coincidió con una subida del tipo oficial en 2010, en respuesta a una inflación creciente y a un rápido rebote de la actividad. Este conjunto de políticas tuvo cierto éxito al conte-

GRÁFICO 4

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS (ÍNDICE DE PRECIOS DE CONSUMO ARMONIZADO, IPCA) Y COSTES LABORALES



FUENTE: IBGE y Datastream.

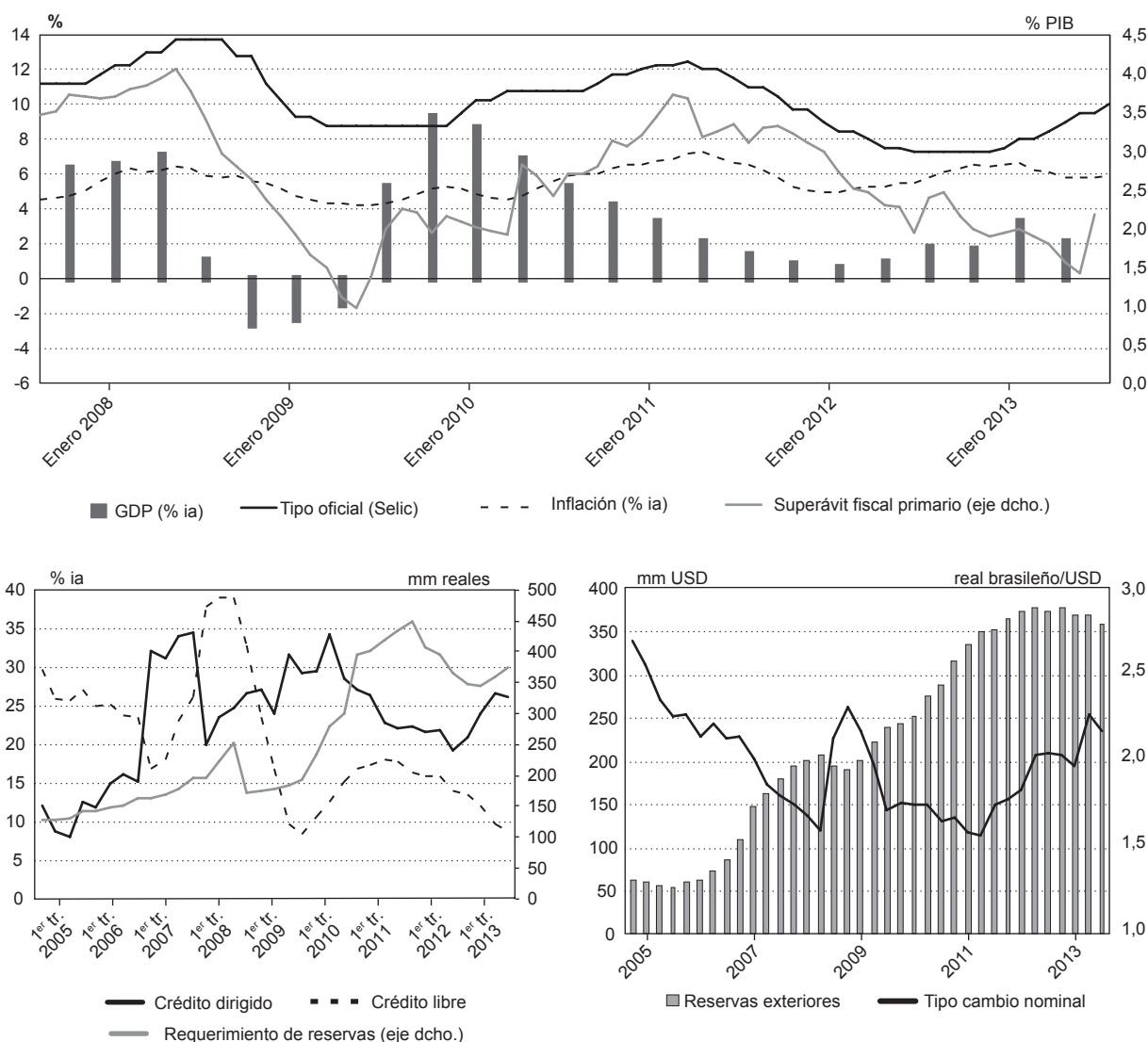
ner las entradas de capitales, la inflación y el crecimiento del crédito (véase, por ejemplo, Chamon y Garcia, 2012 y FMI, 2012). En 2011 la recuperación comenzó a dar signos de agotamiento y el BCB inició un ciclo bajista de tipos para dinamizarla. Todo ello repercutió en una corrección del tipo de cambio, que se depreció en torno al 27 por 100 en 2012. A mediados de dicho año el BCB también relajó las políticas macroprudenciales impuestas previamente, ante el riesgo que podría suponer una caída continuada de la financiación exterior y una mayor depreciación.

Desde mayo de 2013 estos problemas se agravaron tras el anuncio del posible cambio de tono de la política monetaria en EE UU, lo que derivó en fuertes tensiones en los mercados emergentes. Eichengreen y Gupta (2013) demuestran cómo aquellas economías, como Brasil, que habían experimentado una fuerte apreciación del tipo de cambio o un deterioro de su déficit

corriente durante la época de expansión monetaria y que, además, cuentan con mercados financieros más desarrollados, experimentaron un ajuste mayor. Así, el real se depreció un 20 por 100 entre mayo y septiembre, y el *spread* soberano aumentó 90 puntos básicos. El BCB, que ya había iniciado en abril un ciclo alcista de tipos ante la resistencia de la inflación, trató de modular la depreciación con un programa de intervenciones cambiarias (iniciado en agosto y ampliado, recientemente, hasta junio de 2014) que evitaran una volatilidad excesiva. El anuncio definitivo del *tapering* en diciembre, acompañado de una comunicación clara de la estrategia monetaria, por la Fed, no ha supuesto, de momento, nuevas tensiones significativas en los mercados brasileños.

En términos generales, la política monetaria ha sido contracíclica (Gráfico 5). No obstante, observando la evolución de la inflación, parece que el BCB mostró cierta tolerancia hacia la misma, a favor del crecimen-

GRÁFICO 5
GESTIÓN DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA



NOTA: ia: interanual.

FUENTE: IBGE, BCB y Datastream.

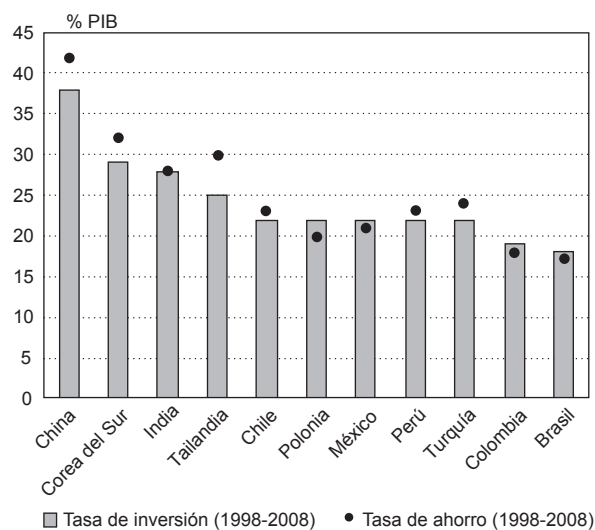
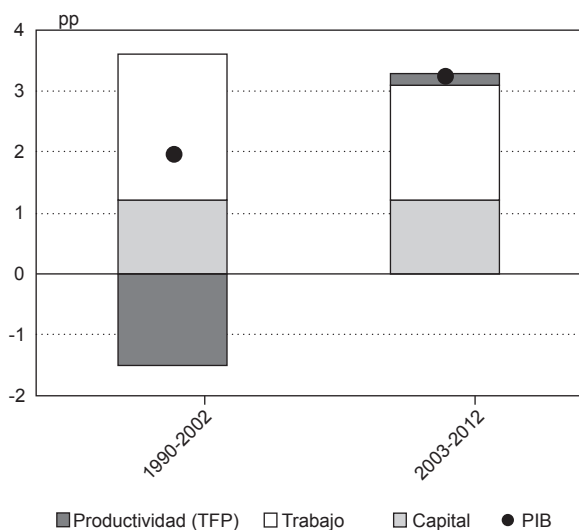
to, a lo largo de 2012 y principios de 2013. Al final, la inflación persistente y cierta pérdida de credibilidad le obligaron, en abril de 2013, a iniciar un ciclo alcista de tipos, pese a la debilidad de la recuperación. Entre mayo de 2013 y enero de 2014, la tasa Selic ha aumentado en 325 puntos básicos, hasta el 10,50 por

100. Este ciclo podría moderarse en los próximos meses ante la actual falta de vigor de la actividad y una previsible contención de la inflación.

Frente al tono restrictivo de la política monetaria en el último año, las políticas fiscales y crediticias han mantenido un tono expansivo (Gráfico 5). El objetivo de

GRÁFICO 6

FACTORES DE CRECIMIENTO (CONTRIBUCIONES) Y TASA DE INVERSIÓN-AHORRO



NOTA: pp: puntos porcentuales.

FUENTE: SOSA, TSOUNTA y KIM (2013) y Fundación Getulio Vargas (FGV).

superávit primario se ha incumplido en los dos últimos años (Gráfico 6), incluso añadiendo ciertos gastos de inversión relacionados con planes de crecimiento del gobierno (PAC), que los propios presupuestos anuales permiten incluir. El Gobierno proyectó una meta de superávit primario del 3,1 por 100 del PIB para 2013 y del 2,6 por 100, incluyendo inversiones del PAC. Este objetivo, no obstante, se revisó a mediados de año hasta el 2,3 por 100, previendo el incumplimiento del mismo, hecho que finalmente ocurrió (1,9 por 100), pero con el aporte de ingresos extraordinarios provenientes de subastas de concesiones públicas y un programa de regularización fiscal. El presupuesto 2014 fijó un superávit objetivo del 2,1 por 100 del PIB, revisado recientemente hasta el 1,9 por 100, lo que supone un tono neutral de la política fiscal en 2014. La dinámica fiscal descrita no resulta alarmante, pero sí preocupante de cara a la sostenibilidad de la deuda pública, que se sitúa cerca del 60 por 100 del PIB en términos brutos.

Adicionalmente, la política crediticia ha sido utilizada profusamente como una herramienta contracíclica. El crédito dirigido ha crecido a tasas superiores al 20 por 100 interanual desde 2008 (Gráfico 5), aunque el Gobierno ha anunciado que se moderará en los próximos ejercicios. No olvidemos que el crédito dirigido se financia a través del Tesoro, lo que confiere a la política crediticia tintes de política fiscal y añade presión sobre la dinámica de la deuda pública.

4. Una valoración de la situación actual

La necesidad de un reequilibrio en el modelo de crecimiento

Visto en perspectiva, el modelo de crecimiento basado, principalmente, en el consumo y la mejora de los términos de intercambio, con un tipo de cambio sobreapreciado, si bien ha sido exitoso desde el pun-

to de vista del desarrollo social y la reducción de la pobreza, podría ser, de perpetuarse, una fuente de vulnerabilidad de la economía brasileña. La falta de reformas estructurales de oferta ha generado rigideces en la capacidad productiva de las empresas, que limitan el crecimiento potencial y dotan de resistencia a la inflación. Además, el crecimiento se ha apoyado, fundamentalmente, en la acumulación de factores productivos (Gráfico 6), sobre todo trabajo, mientras que la aportación de la productividad ha sido escasa (Sosa *et al.*, 2013 y Daude y Fernández-Arias, 2010).

En concreto, este modelo no ha dado respuesta a un problema estructural, el reducido nivel de inversión (18 por 100 del PIB), que, tal y como muestra el Gráfico 5, está muy alejado del correspondiente a los países asiáticos, o vecinos como Chile, Perú y México. Esta situación se ha hecho especialmente preocupante en un momento como el actual, en el que las inversiones en los mercados emergentes se retraen y los términos de intercambio han dejado de tener una evolución favorable. El Gobierno mantiene un compromiso de fomentar la inversión y elevar la ratio hasta cerca del 22 por 100, objetivo ambicioso y que ha suscitado dudas entre los analistas.

En principio, el crecimiento de la inversión llevará asociado un aumento del déficit exterior, ya que el sesgo actual de las políticas no augura un aumento del ahorro doméstico. Sin embargo, un crecimiento sostenido de la inversión que evite las vulnerabilidades de déficits externos excesivos necesita, por definición, de un aumento del ahorro interno, que tendrá que producirse vía políticas que fomenten el ahorro privado —por ejemplo, reduciendo la generosidad del sistema público de pensiones—, menor consumo privado, mayor ahorro público (si bien esto conllevaría un cambio radical en el presupuesto, atenazado por la rigidez de los gastos y el predominio de ingresos finalistas), o incrementos en la productividad (FMI, 2013).

Además, el modelo podría haber generado una pérdida de tejido industrial, influido por un tipo de cambio

sobreapreciado, en una dinámica tipo «enfermedad holandesa». Por otro lado, no ha conseguido moderar la inflación, ni incrementar sustancialmente la productividad, por lo que no ha generado ganancias de competitividad. La depreciación actual del real puede traer algo de alivio a las empresas exportadoras. Sin embargo, en ningún caso puede sustituir una política orientada a mejorar la competitividad y la productividad (sobre un estudio de dichas políticas en Latinoamérica puede consultarse BID, 2010). En todo caso, Brasil sigue contando con pilares sólidos, que debe reforzar, y un elevado margen para incrementar su crecimiento potencial.

Vulnerabilidades y fortalezas ante el cambio de ciclo en la política monetaria estadounidense

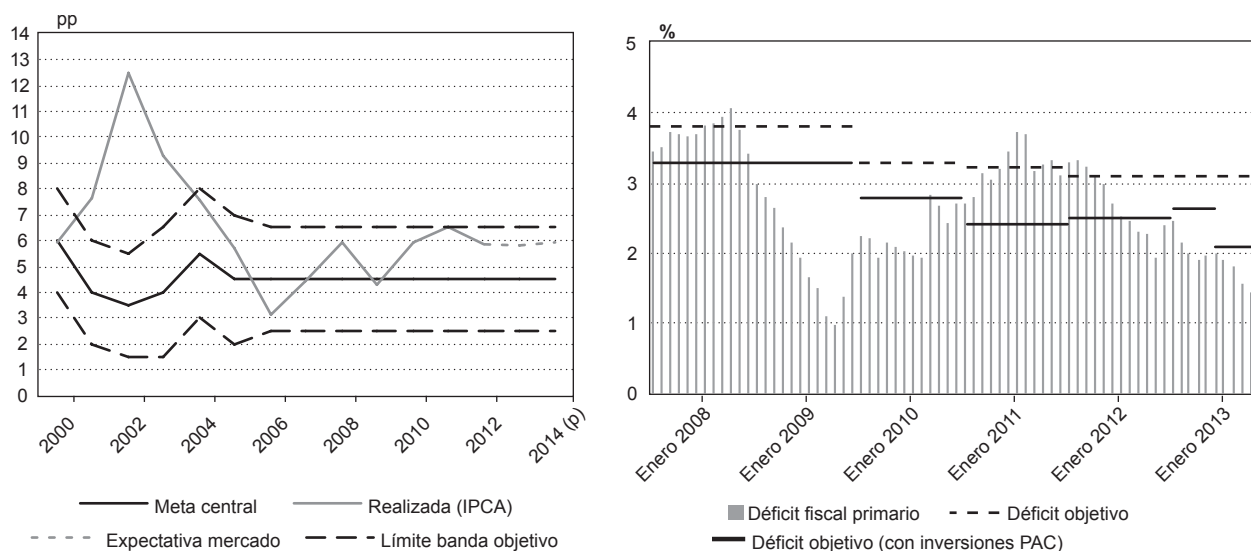
Percepción de limitaciones en la capacidad de crecimiento

La inesperada ralentización de la actividad desde 2011 y la débil recuperación posterior, con una inflación persistente, deja al descubierto las rigideces estructurales de Brasil, ligadas, entre otros motivos, a la baja tasa de inversión comentada anteriormente.

Varios factores explican este retraso: la reducida tasa de ahorro estructural y elevados tipos de interés; una historia de elevada inestabilidad que desincentiva la inversión; rigideces en el presupuesto público, que limitan la inversión pública; y una dependencia del ahorro externo, tradicionalmente volátil y caro. Finalmente, existe otro lastre estructural, el denominado *custo Brasil*, es decir, la existencia de deficiencias en sectores clave como infraestructuras, comunicaciones y energía, de un sistema impositivo complejo y de una excesiva burocracia e intervencionismo, que limitan el desarrollo y acceso a los mercados (OECD, 2011).

Como resultado de todo ello, se ha revisado a la baja el potencial de crecimiento a largo plazo de Brasil, que el FMI cifra en el 3,5 por 100 (artículo IV de julio de

GRÁFICO 7
INCUMPLIMIENTO DE OBJETIVOS MACRO



NOTAS: pp: puntos porcentuales; (p): previsiones.

FUENTE: BCB, Ministerio de Fazenda y elaboración propia.

2013), frente al 4 por 100 de la estimación previa. Esta revisión de expectativas ha calado en el conjunto de los inversores, que observan con mayor pesimismo la capacidad de crecimiento del país y merman el sentimiento inversor hacia Brasil.

Incertidumbre en torno a la gestión actual de las políticas macro

En general, el marco de la política macroeconómica en Brasil está consolidado, con un banco central cuyo objetivo es el control de la inflación, y la existencia de una regla fiscal para asegurar la sostenibilidad de la deuda pública. No obstante, recientemente se ha observado un deterioro de dicho marco: *i)* por cierta falta de coordinación entre las políticas económicas (Gráficos 5 y 7); y *ii)* por la relajación en el cumplimiento de los objetivos macro (Gráfico 7). Ello ha generado incertidumbre entre los inversores y refuerza la sensación

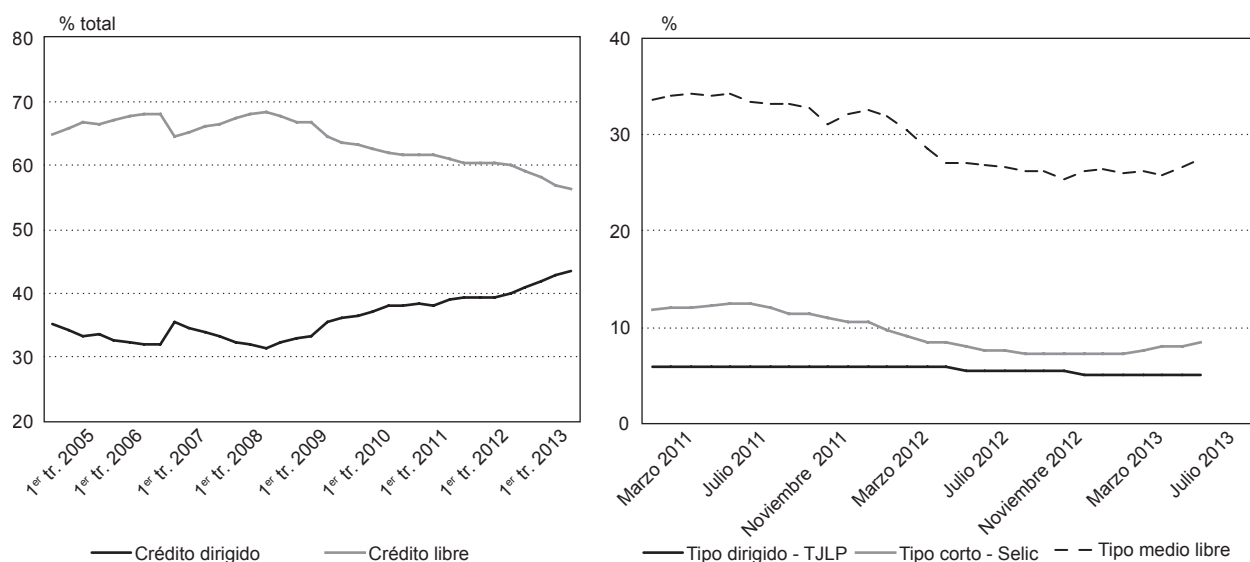
de vulnerabilidad de la economía ante turbulencias financieras.

En efecto, el *mix* actual de política monetaria contractiva, pero fiscal y crediticia expansivas, parece, hasta cierto punto, inconsistente. Además, la existencia de un elevado endeudamiento de empresas y familias ligado a tipos de interés intervenidos (subsidiados) hace que los canales de transmisión de la política monetaria queden distorsionados y su eficacia sea limitada (FMI, 2013). A ello se une el hecho de que si, en el contexto actual, los mercados perciben el marco de política como insostenible, sería complicado contener la depreciación del real. Los efectos de la misma sobre la inflación podrían ser elevados y las posibles salidas de capitales podrían asfixiar la tímida recuperación.

Como ya se comentó en el apartado 3, el Banco Central de Brasil (BCB) había mostrado cierta relajación en el cumplimiento del objetivo de inflación,

GRÁFICO 8

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO Y LOS TIPOS DE INTERÉS



FUENTE: BCB.

estrategia que tuvo que modificar durante 2013. La evolución de las cuentas públicas también preocupa y las agencias de calificación crediticia advierten que Brasil se enfrenta a una posible rebaja del *rating*. Por ello, parece necesaria una mayor coordinación de las políticas económicas, siendo aconsejable el cumplimiento estricto del objetivo fiscal. No obstante, las revueltas populares en 2013 y el comienzo de un año electoral (las elecciones se celebrarán en noviembre de 2014), podrían llevar al gobierno a encubrir el objetivo fiscal con un mayor activismo de la política crediticia.

La política de crédito dirigido genera necesidades crecientes de financiación y una mayor carga de la deuda

Como ya se señaló, el Gobierno está haciendo uso de forma intensa de la política de crédito dirigido como

medida contracíclica (López-Vicente *et al.*, 2014). Durante la presente crisis financiera, las autoridades dotaron de un renovado protagonismo a los bancos públicos y el crédito dirigido aumentó casi 10 puntos su peso en el crédito total entre 2008 y 2012, hasta el 43 por 100 (Gráfico 8).

La política de crédito dirigido dota de cierta discrecionalidad a la evolución del crédito en Brasil, que al igual que puede ser fomentado por las autoridades, también podría moderarse si se observaran signos de recalentamiento. Ahora bien, esa expansión no está exenta de riesgos. Por un lado, realmente se trata de una política cuasifiscal, ya que los bancos públicos se financian mayoritariamente con préstamos del Tesoro. Esto impide evaluar de forma apropiada la sostenibilidad del sector público; pero, además, los préstamos se conceden a tipos de interés inferiores al coste de financiación del Tesoro, que debe acudir al mercado para captar los fondos ne-

cesarios, lo cual genera un mayor déficit¹. Por otra parte, aunque la política operacional de los bancos públicos ha asegurado cierta calidad del crédito, el intenso incremento del mismo conlleva, inevitablemente, un mayor riesgo.

El cambio en la estructura de la deuda pública y el auge de las reservas exteriores supone una menor fuente de inestabilidad

La estructura de la deuda pública brasileña, consecuencia de una larga historia de hiperinflaciones, ha constituido tradicionalmente un riesgo para la estabilidad macro, ya que presentaba un elevado riesgo de interés y de tipo de cambio (López-Vicente *et al.*, 2014). En el año 2000, el porcentaje de deuda a tipo variable era elevado (45 por 100 del total), así como el de deuda indexada al tipo de cambio (46 por 100). Además, la mayoría se emitía a menos de un año (55 por 100), con elevado riesgo de refinanciación. En definitiva, su coste estaba sujeto al sentimiento contemporáneo del mercado. Además, esta estructura entraba muchas veces en conflicto con la política monetaria y cambiaria, que debía manejarse de forma prudente para no afectar en exceso al coste de la deuda. Por otro lado, el monto de las reservas exteriores era reducido, por lo que no constituía un colchón suficiente en caso de depreciaciones del real.

¹ Los intereses pagados por el Tesoro se contabilizan como gastos de intereses en el cálculo de déficit total. Sin embargo, en aras de una mayor transparencia y credibilidad de las cuentas públicas, la diferencia entre el coste de mercado y el interés subsidiado de los préstamos del Tesoro se podría contabilizar como gasto en el cálculo del saldo primario, ya que supone realmente una transferencia a la banca pública, que coloca esos fondos a través de los diferentes programas de fomento del crédito a un tipo de interés subsidiado (según la tasa TJLP, fijada anualmente por el Consejo Monetario Nacional). Si tenemos en cuenta que en la actualidad la tasa TJLP es del 5 por 100 y la tasa Selic del 9 por 100 (que podemos utilizar como aproximación del coste del capital del Tesoro), una estimación a la baja de dicho coste fiscal estaría en torno a 12 mm de reales, es decir, el 0,34 por 100 del PIB (en 2012, el pasivo del BNDES frente al Tesoro era de 376 mm de reales).

Cuando en 2002 se produjo un episodio de crisis y una profunda depreciación, se hicieron evidentes los riesgos apuntados anteriormente y las autoridades tomaron medidas para cambiar dicha estructura, que hoy día cuenta con una composición más adecuada, que implica menores riesgos de interés, refinanciación y tipo de cambio (además de menor riesgo de crédito por la mejora de la solvencia del país).

En primer lugar, se redujo en 25 puntos porcentuales (pp) sobre el total del saldo vivo de la deuda la participación de la deuda a tipo de interés variable, que en 2013 es del 20 por 100; la deuda a tipo fijo pasó del 4,6 por 100 al 41 por 100 del total; y la indexada al tipo de cambio se redujo drásticamente, del 46 por 100 al 4,6 por 100; el resto es, básicamente, deuda indexada a la inflación, que pasó del 5 por 100 al 34 por 100 actual (Gráfico 9).

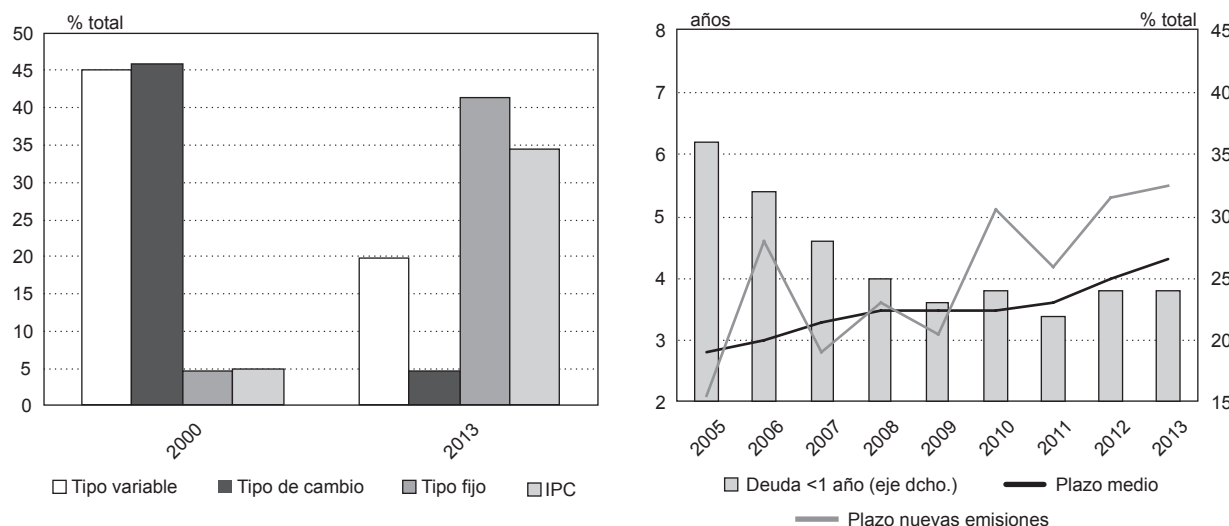
La estructura por plazos también mejoró considerablemente (Gráfico 9), aunque sigue existiendo un riesgo de *roll-over*, ya que la deuda con vencimiento en 12 meses representa el 25 por 100 del total (la mitad que en 2000); por su parte, la participación de la deuda a más largo plazo (superior a 5 años) es del 24 por 100, frente al 6 por 100 en 2000. En 2013, el plazo medio se sitúa en 4,4 años, y el objetivo del Tesoro es ampliarlo a 5,5 años en los próximos años.

La estructura por tenedores atenúa también el riesgo de un *sudden stop*, ya que, a noviembre de 2013, tan solo un 16 por 100 de la deuda doméstica está en manos de no residentes. Esta participación se ha duplicado desde 2009 debido, en parte, al manejo del impuesto de transacciones financieras (IOF) —utilizado durante la crisis como medida de control de capitales—, ralentizándose en épocas de elevación del impuesto y expandiéndose con la relación del mismo.

Finalmente, se ha producido también una mejora en la posición neta en moneda extranjera del sector público, reduciendo el riesgo ante una posible depreciación. En concreto, se ha producido una caída de la deuda denominada o indexada en moneda extranjera y, sobre todo, una acumulación masiva de

GRÁFICO 9

ESTRUCTURA DE LA DEUDA PÚBLICA: INSTRUMENTOS Y PLAZOS



NOTA: Los datos de 2013 se refieren a noviembre, último dato disponible.
FUENTE: Ministério da Fazenda.

reservas exteriores (Gráfico 10). De este modo, la posición en moneda extranjera se ha tornado acreedora, en términos netos. Desde finales de 2007 hasta septiembre de 2013, las reservas exteriores se duplicaron, hasta 368.000 millones de dólares (12 por 100 de PIB), por encima de la deuda denominada en moneda extranjera (85.000 millones). Esta acumulación de reservas exteriores permite, al mismo tiempo, contener el crecimiento de la deuda pública neta, lo que dota de estabilidad y sostenibilidad la evolución de la deuda, sobre todo en una época de depreciación (Gráfico 10). Este punto es relevante, ya que permitiría atenuar los riesgos asociados a la implementación de políticas fiscales expansivas en un momento como el actual. Como contrapunto, la depreciación supondría un mayor coste por el pago de intereses, cuyo nivel ya de por sí aumentaría en caso de una menor demanda de títulos por los inversores.

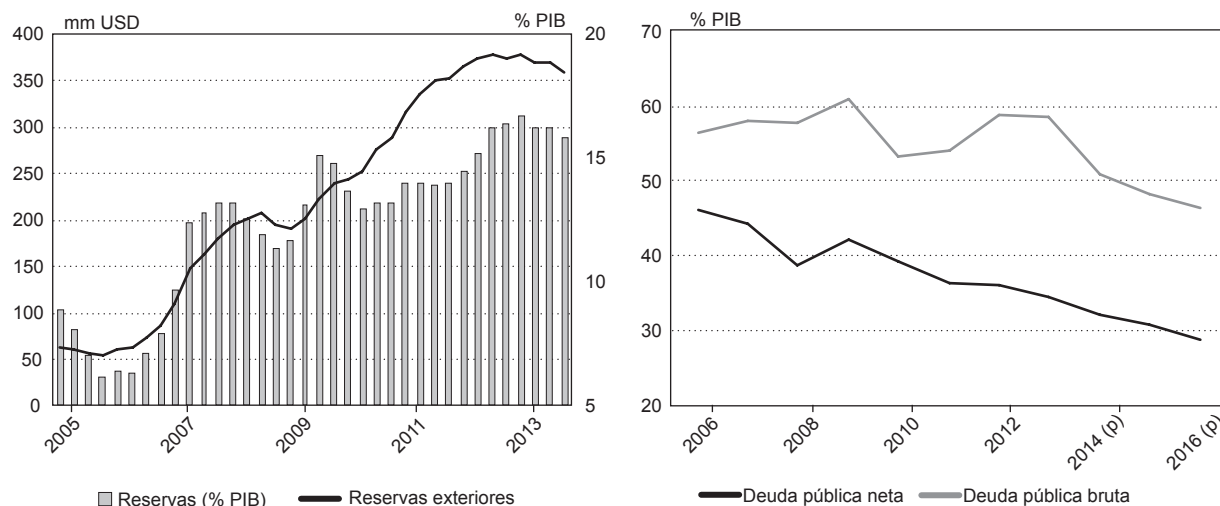
Deterioro de los saldos exteriores, pero estructura más favorable de la posición de inversión internacional

Como riesgo, el déficit corriente se ha ampliado sustancialmente desde 2008 (por encima del 3 por 100 del PIB), frente al superávit de los cinco años previos. La caída de las exportaciones es preocupante, si bien la depreciación del real podría mejorar la competitividad e impulsar las ventas exteriores, en tanto que la depreciación nominal se traslade a una depreciación en el tipo de cambio efectivo real. La esperada moderación del crecimiento en los principales socios comerciales podría agravar la situación por las menores ventas, pero también por la caída del precio de las materias primas y el deterioro consiguiente de los términos de intercambio.

Si bien los riesgos de un *sudden stop* en una situación de déficit por cuenta corriente son evidentes, es

GRÁFICO 10

RESERVAS EXTERIORES Y DEUDA PÚBLICA



NOTA: A partir de 2013 son previsiones del Tesoro (p).
 FUENTE: Ministério de Fazenda y BCB.

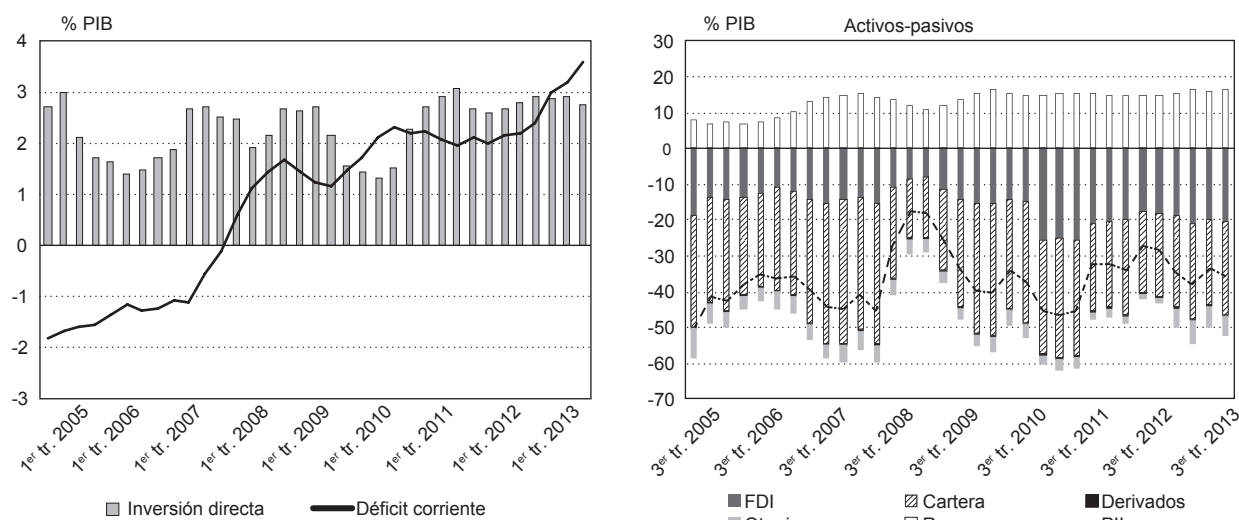
necesario matizar esos riesgos analizando cómo se financia éste. En este sentido, como se ilustra en el Gráfico 11, la mayor parte se financia con entradas de inversión directa (FDI), flujos que, por lo general, son más estables que los de cartera o los préstamos, lo que hace pensar que la economía brasileña es menos sensible a los movimientos de flujos especulativos asociados a un *sudden stop* que en el pasado. En los últimos meses, no obstante, el deterioro de la cuenta corriente ha sido tal que las entradas de FDI no han sido capaces de cubrir la totalidad de dicho déficit (en julio de 2013 alcanzaron el 87 por 100 de dicho déficit). El complemento lo ponen las entradas netas de inversión de cartera, que parecen haber resurgido en 2013, tras la moderación significativa observada a mediados de 2011 y a lo largo de 2012. Así, el anuncio del *tapering* podría no tener un efecto extremo sobre las salidas de capitales, ya que, en el caso de Brasil, gran parte de ese movimiento

de recomposición de carteras se viene produciendo desde 2011.

Otra fuente de riesgo para una economía, complementaria a la anterior, sería la estructura de los activos y pasivos exteriores, es decir, la posición de inversión internacional (Gráfico 11). En este sentido, también esta estructura ha cambiado durante la última década, dotando de una mayor solidez financiera al balance exterior. En primer lugar, señalar que la economía brasileña mantiene una posición neta deudora, fruto de su persistente déficit corriente, del 14 por 100 del PIB, nivel que en principio no parece preocupante. Además, la mayor parte de los pasivos exteriores son FDI (46 por 100 en 2012) y este porcentaje ha aumentado significativamente desde 2002 (29 por 100), en detrimento de la otra inversión, que por lo general está asociada con préstamos y depósitos a corto plazo sujetos a una mayor volatilidad. Por el lado de los activos también se observa una mayor

GRÁFICO 11

COBERTURA DEL DÉFICIT CORRIENTE Y POSICIÓN DE INVERSIÓN INTERNACIONAL



FUENTE: BCB.

solidez en el momento actual que en el pasado, fundamentalmente en lo relativo al peso de las reservas exteriores en el total de activos, que ha aumentado del 33 por 100 al 45 por 100 en los mismos años. Adicionalmente, tan solo el 27 por 100 de los pasivos exteriores está denominado en moneda extranjera, frente al 43 por 100 de los activos, por lo que una depreciación podría resultar beneficiosa, ya que reduciría la posición deudora neta.

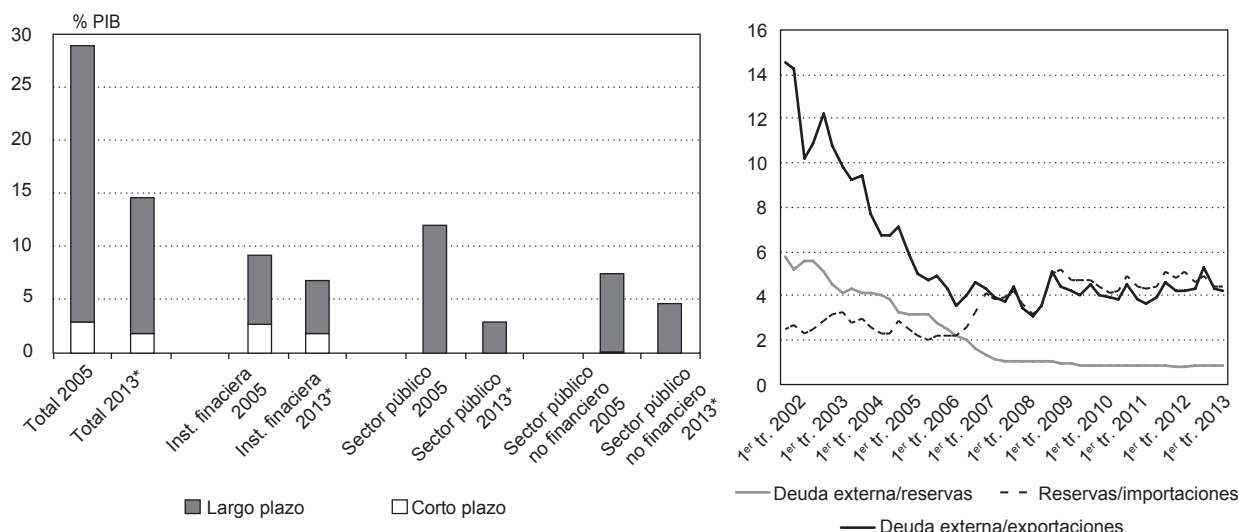
Finalmente, la deuda externa bruta se ha reducido de manera considerable en términos del PIB, reduciéndose a la mitad en la última década (actualmente se sitúa por debajo del 15 por 100 del PIB), con una caída especialmente sustancial en el caso del sector público. Ello ha provocado que medidas de sostenibilidad de la deuda externa, como las ratios deuda sobre reservas exteriores o deuda sobre exportaciones, sean claramente positivas (Gráfico 12).

Endeudamiento creciente de hogares: manejable, pero con riesgos

El crédito bancario al sector privado ha aumentado de forma sustancial en la última década, reflejo de la estabilidad macroeconómica —que propició una reducción del coste de financiación—, un crecimiento estable de las rentas y del empleo y la profundización financiera; pero también, de decisiones políticas (fomento del crédito público). La etapa de expansión crediticia en Brasil es de las más duraderas e intensas a nivel internacional; entre 2004 y 2012, el crédito creció a una tasa media anual del 21 por 100, alcanzando un auge en 2008 (31 por 100) que se ha ido moderando hasta 2012 (16 por 100). Sin embargo, partía de niveles reducidos (Gráfico 13); en 2004, el volumen de crédito era del 25 por 100 del PIB, y, a pesar de dicha expansión, su nivel en 2012 (54 por 100) sigue siendo bajo en términos internacionales.

GRÁFICO 12

DEUDA EXTERNA: ESTRUCTURA (SECTOR Y PLAZO) Y VULNERABILIDAD EXTERIOR



NOTA: *Dato de 2013 se refiere a noviembre.

FUENTE: BCB y elaboración propia.

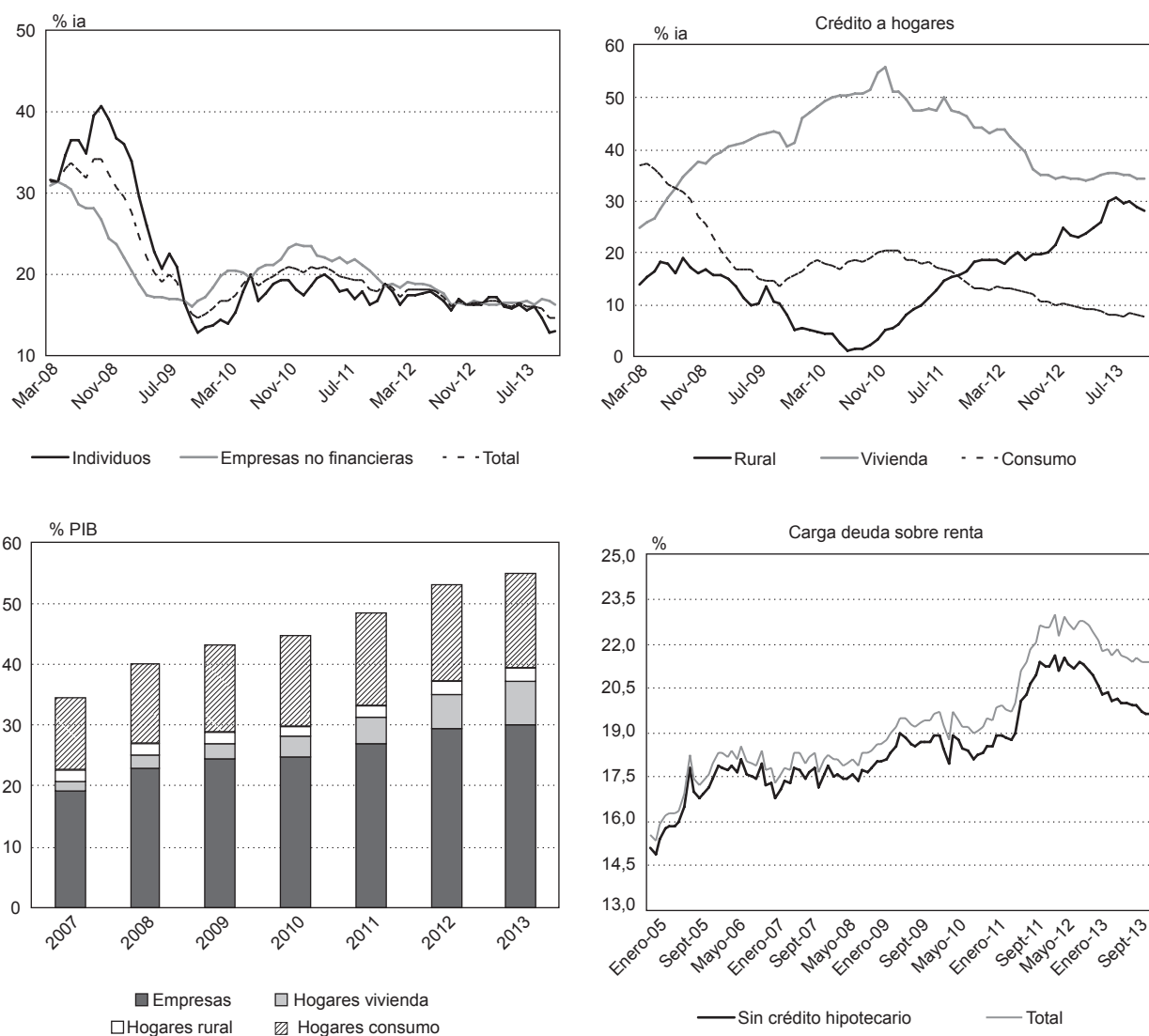
En lo referente al crédito a individuos, durante el período más reciente (2008-2012), el crecimiento ha sido notable (19 por 100 anual de media). La categoría de crédito habitacional es la que más ha crecido (44 por 100 anual), gracias en parte al impulso del programa estatal de acceso a la vivienda *Minha Casa, Minha Vida* (MCMV). En la actualidad esta categoría representa el 24 por 100 del crédito a individuos, comparado con el 11 por 100 en 2008. El crédito al consumo, por su parte, creció a una tasa media anual del 15 por 100 en el mismo período y representa el 64 por 100 del total.

El nivel de endeudamiento de los hogares no es, por tanto, excesivo, ya que representa tan solo el 24 por 100 del PIB (según el BCB, este nivel equivale al 40 por 100 de la renta disponible, nivel similar al de países del entorno, como México y Colombia). Por categorías, el crédito inmobiliario equivale al 5,7 por 100 del PIB (1,9 por 100 en 2008), mientras que el crédito al consumo un 15 por 100 (12 por 100 en 2008).

Sin embargo, pese a que este volumen de crédito se mantiene en niveles manejables, el fuerte crecimiento del mismo en un período corto de tiempo sí representa una fuente de preocupación y genera riesgos. Por un lado, el crédito ha crecido por encima de la renta, lo que debilita la capacidad de pago de los hogares e incrementa el riesgo de crédito. Además, la existencia de unos elevados tipos de interés en Brasil (que se sitúan en torno al 40 por 100 de media para el crédito al consumo) y unos plazos medios reducidos (por el elevado peso del crédito al consumo), aumenta el peso de la carga de la deuda y suponen una fuente de vulnerabilidad (Gráfico 13). Ahondando en este riesgo, la elevación de los mismos en la actual coyuntura, derivado de la política restrictiva del BCB y de las tensiones en los mercados, incide negativamente en dicha capacidad de pago. En todo caso, de momento, el riesgo para la banca se mantiene contenido: la tasa de impago de los hogares está ligeramente por encima del 6 por 100

GRÁFICO 13

EVOLUCIÓN DEL CRÉDITO BANCARIO Y CAPACIDAD DE PAGO DE LOS HOGARES



FUENTE: BCB.

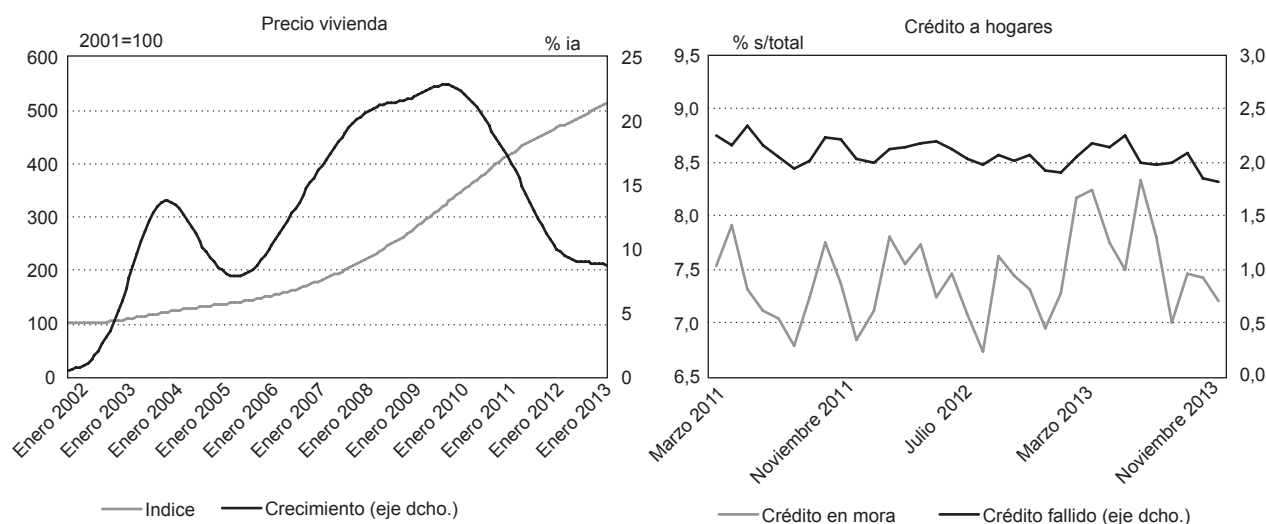
(julio de 2013), habiéndose incluso reducido un punto con respecto al máximo de octubre de 2011.

Finalmente, es necesario hacer una breve referencia al auge reciente del mercado de la vivienda en Brasil, la evolución del precio de los activos inmobiliarios y de

la deuda hipotecaria. Durante el período 2009-2012, el precio de la vivienda creció intensamente (en torno al 25 por 100 anual de media), si bien se ha moderado desde 2012, hasta el 15 por 100, aproximadamente. Los préstamos hipotecarios se han expandido a la par, llegando

GRÁFICO 14

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA Y DE LA TASA DE IMPAGO DE HOGARES



NOTA: ia: interanual.
FUENTE: BCB.

al 50 por 100 anual en 2011 y el 35 por 100 en 2012 y 2013, favorecido por unos tipos de interés reducidos. Es importante hacer notar que los préstamos hipotecarios se financian con recursos finalistas: i) un coeficiente de inversión obligatoria del 65 por 100 sobre los depósitos de ahorro (el 80 por 100 de los cuales es a interés subsidiado); y ii) el sistema público de pensiones (Fondo de Garantía por Tiempo de Servicio) (Gráfico 14).

Si bien, este crecimiento tiene visos de burbuja en el sector inmobiliario —al no estar acompañado, entre otros, por un crecimiento a la par de los costes de construcción o de presiones demográficas de igual magnitud—, existen factores atenuantes de los riesgos asociados. En primer lugar, es un fenómeno relativamente localizado en algunas ciudades importantes, como Sao Paulo y Rio de Janeiro. En segundo lugar, el aumento del *stock* hipotecario se ha producido sobre una base reducida (2 por 100 del PIB en 2009) y que alcanza, en 2012, tan solo el 6 por 100 del PIB. Este nivel no implica un

riesgo sistémico y las entidades bancarias parecen suficientemente capitalizadas para cubrir posibles eventualidades, aunque sí suponen una fuente de preocupación por su rápido crecimiento. Además, de ese porcentaje, el 72 por 100 está en manos de bancos públicos (principalmente, Caixa General), que en última instancia cuentan con el aval del Tesoro. Finalmente, la ratio de impagos hipotecarios está contenida en torno al 5 por 100 desde 2009, e incluso en 2012 se ha reducido ligeramente.

El auge de las emisiones en el exterior: oportunidad y vulnerabilidad

Desde el inicio de la crisis, las empresas brasileñas han aprovechado la amplia liquidez en dólares para financiarse en los mercados internacionales. Si bien ello suponía una ventana de oportunidad para las empresas, la posible reversión de las políticas expansivas en

EE UU ha generado también riesgos, asociados con la retirada de capitales exteriores y la consiguiente depreciación cambiaria.

Aun así, los datos muestran como el grueso de las emisiones en moneda extranjera durante estos años se ha realizado por empresas del sector de materias primas, cuyos ingresos están normalmente denominados en dólares, lo cual mitiga el riesgo de un *sudden stop*. No obstante, seguirían viendo como sus costes de financiación serían más elevados, lo que podría limitar el crecimiento de la inversión. También la banca ha tenido un protagonismo en el auge de estas emisiones, aunque en menor medida. En este caso, el riesgo quedaría mitigado por la posibilidad de acceder a líneas de liquidez en dólares por parte del banco central, utilizando el colchón proporcionado por el elevado volumen de reservas exteriores.

5. Conclusiones

Brasil presenta limitaciones estructurales importantes al crecimiento, ya que, siendo una economía con importantes recursos naturales, estabilidad política y económica, y que cuenta con una población relativamente joven, no acaba de despegar. Por ello, resulta difícil pensar que Brasil recupere las tasas de crecimiento observadas en la salida de la crisis sin afrontar una serie de reformas estructurales orientadas a incrementar la productividad. Además, en el caso de que el entorno exterior se vuelva menos favorable por un aumento excesivo de los costes de financiación, derivado de una normalización de las condiciones financieras globales, en especial en EE UU, así como por una caída del precio de las materias primas, la economía puede enfrentarse a un período de crecimiento reducido, y, por lo tanto, lejos de satisfacer las expectativas creadas en los últimos años.

A pesar de todo, la percepción actual del riesgo de que se produzca una crisis de balanza de pagos en Brasil es reducida y alejada de la observada en episodios anteriores similares a los acontecidos re-

cientemente. Aunque Brasil no esté a salvo de las turbulencias y la volatilidad del mercado, y ciertos indicadores de vulnerabilidad, como el déficit exterior y el déficit público, se hayan deteriorado y sean causa de especial atención y preocupación entre los inversores, las vulnerabilidades percibidas, en líneas generales, resultan hasta cierto punto manejables. Esta visión se fundamenta, en parte, en los colchones acumulados en el pasado, que mitigan el alcance de una retirada repentina de capitales exteriores. Entre ellos destaca el elevado nivel de reservas exteriores; pero también, la consolidación previa del marco de políticas macroeconómicas; la mejora en la estructura de la deuda pública, donde se ha eliminado el sesgo mayoritario hacia la financiación a corto plazo y en moneda extranjera, que limitaba la aplicabilidad y eficacia de las políticas macro; una financiación más sólida del déficit externo, principalmente realizada a través de flujos de inversión directa; y el bajo peso de la deuda externa. No obstante, no hay que subestimar el impacto de un período prolongado de volatilidad, que es posible en el contexto actual, sobre todo teniendo en cuenta que Brasil es el país emergente con uno de los mercados financieros más profundos y líquidos, lo que le hace particularmente sensible a los vaivenes del mercado.

Referencias bibliográficas

- [1] ARNOLD, J.M. y JALLES, J. (2014): Dividing the Pie in Brazil: Income Distribution, Social Policies and the New Middle Class, IMF Working Paper Nº. 1105.
- [2] AVERBUG, A. y GIAMBIAGI, F. (2000): The Brazilian Crisis of 1998-1999: Origins and Consequences, BNDES Textos para Discussão 77.
- [3] BID (2010): La era de la productividad: cómo transformar las economías desde sus cimientos, desarrollo de las Américas: Informe 2010, Banco Interamericano de Desarrollo.
- [4] CAVALLO, E. e IZQUIERDO, A. editors (2009): Dealing with an International Credit Crunch. Policy Responses to Sudden Stops in Latin America, Washington DC, Inter-American Development Bank.

[5] CHAMON, M. y GARCIA, M. (2012): Capital Controls in Brazil: Effective?, PUC-Rio Texto para Discussão 606.

[6] DAUDE, C. y FERNÁNDEZ-ARIAS, E. (2010): On the Role of Productivity and Factor Accumulation in Economic Development in Latin America and the Caribbean, OECD Development Center Working Paper 290.

[7] EICHENGREEN, B. y GUPTA, P. (2014): Tapering Talk: the Impact of Expectations of Reduced Federal Reserve Security Purchases on Emerging Markets, Policy Research Working Paper Series 6754, The World Bank.

[8] FMI (2012): The Interaction of Monetary and Macprudential Policies – Background Paper, International Monetary Fund, diciembre.

[9] FMI (2013): Article IV and Selected Issues, Brazil, International Monetary Fund, julio.

[10] GARCIA, M.J.P. (2009): Brazil: Maintaining Solvency during the Credit Crunch, en CAVALLO, E. e IZQUIERDO, A. (ed), Dealing with an International Credit Crunch. Policy Responses to Sudden Stops in Latin America, Washington DC, Inter-american Development Bank.

[11] LÓPEZ-VICENTE, F.; SERENA, J.M. y MOLINA, L. (2014): Macroeconomic Policy in Brazil: Inflation Targeting,

Public Structure and Credit Policies, Banco de España Occasional Papers (forthcoming).

[12] OECD (2011): OECD Economic Surveys, Brazil, Organization for Economic Co-operation and Development, octubre.

[13] OECD (2013): Economic Review, Brazil, Organization for Economic Co-operation and Development, agosto.

[14] PEREIRA DA SILVA, L.A. y EYER HARRIS, R. (2012): Sailing through the Global Financial Storm: Brazil's Recent Experience with Monetary and Macprudential Policies to Lean Against the Financial Cycle and Deal with Systemic Risks, Banco do Brasil Working Paper Series 290.

[15] SILVA MOREIRA, T.B. y RIBEIRO SOARES F.A. (2012): Brazil: the International Financial Crisis and Countercyclical Policies, CEPAL Review 106, abril.

[16] SOSA, S.; TSOUNTA, E. y KIM, H.S. (2013): Is the Growth Momentum in Latin America Sustainable, IMF Working Paper/13/109.

[17] TER-MINASSIAN, T. (2012): Structural Reforms in Brazil: Progress and Unfinished Agenda, IDB Policy Brief N°. IDB-PB-158.

[18] WORLD BANK (2013): Latin America's Deceleration and the Exchange Rate Buffer, Semiannual Report, octubre.

ANEXO

CUADRO A1

PRINCIPALES INDICADORES ECONÓMICOS Y DE VULNERABILIDAD DE BRASIL

Indicador	2010	2011	2012	2013	2014 (p)
Crecimiento PIB (%)	7,5	2,7	0,9	2,3	2,3
Inflación (% interanual, fin período).....	5,9	6,5	5,8	5,9	6,0
Saldo fiscal primario (% PIB).....	2,5	3,2	2,1	1,9	2,0
Saldo fiscal (% PIB).....	-2,7	-2,5	-2,8	-3,8	-2,9
Deuda pública neta (% PIB)	39,1	36,4	35,2	33,8	35,2
Deuda pública bruta (% PIB).....	65,0	64,7	68,0	68,2	68,6
Saldo balanza c/c (% PIB).....	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6	-3,6
Deuda externa bruta (% PIB)	12,0	12,1	13,9	15,0	15,3
Deuda externa / exportaciones de bienes y servicios (%)	106,6	101,3	112,9	110,3	127,8
Deuda externa a corto plazo / deuda externa total (%)	22,3	13,5	10,4	10,9	—
Reservas / deuda externa a corto plazo	5,0	8,7	11,4	9,2	—
Deuda externa bruta (millones de dólares)	258	300	318	310	360
Reservas totales (millones de dólares)	289	352	373	368	381

NOTA: (p) previsiones: Brazil – 2013 Article IV (July 2013).

FUENTE: FMI y fuentes nacionales.

CUADRO A2

INDICADORES DE RIESGO-PAÍS PARA BRASIL

Grupo clasificación OCDE (0 a 7)	Ratings agencias			Indicadores mercado (08/2013)	
	Moody's	Fitch Rating	Standard & Poor's	EMBI+	CDS
3	Baa2 Estable	BBB Estable	BBB Negativa	230 (+60 desde 05/2013)	187 (+51 desde 04/2013)

FUENTE: FMI y fuentes nacionales.

ECONOMISTAS

COLEGIO DE
MADRID



La revista **Economistas** es la publicación del **Colegio de Economistas de Madrid**. Su periodicidad es trimestral, con tres números ordinarios y uno extraordinario.

Los números **ordinarios** son monográficos.

El número **extraordinario** recoge el análisis y la valoración de la economía española en el año anterior y sus perspectivas para el año en curso. Se presenta como un plural y completo balance del año, realizado por un amplio grupo de especialistas y estructurado en diez áreas del ámbito económico.

Información, ventas y suscripciones:

Colegio de Economistas de Madrid

Flora, 1 - 28013 Madrid

Tel. 91 559 46 02 Fax 91 559 29 16

revista.economistas@cemad.es

www.revistaeconomistas.com