

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2008



Crecimiento bajo el potencial ante el deterioro económico global

Las cuentas públicas no son un problema en esta ocasión, aunque el margen es pequeño para políticas anticíclicas

Inflación a la baja, a pesar de la caída del real

Indice

Fecha de cierre: 25 de noviembre de 2008

Editorial	2
Resumen Ejecutivo	3
Entorno Internacional	4
Entorno Macroeconómico	7
Mercados Financieros	12
Artículo: La Tasa Natural de Interés en Brasil	14
Artículo: Infraestructura	17
Estadísticas	19

Han coordinado esta publicación:

Sonsoles Castillo
Alicia García-Herrero
Joaquín Vial

s.castillo@grupobbva.com
alicia.garcia-herrero@bbva.com
jvial@bbva.cl

Han elaborado esta publicación:

Enestor Dos Santos
Sandra Molina
José Ramón Perea

enestor.dossantos@grupobbva.com
sandra.molina@grupobbva.com
jramon.perea@grupobbva.com

Editorial

En el primer semestre de 2008 la economía brasileña crecía a un ritmo de 6%, consolidando un proceso de expansión basado en la estabilidad económica y en la incorporación de millones de personas a su mercado consumidor. En plena crisis financiera internacional Brasil alcanzó el grado de inversión lo que generó un elevado optimismo sobre el país.

Este optimismo ha sido reemplazado de forma casi radical por una creciente preocupación tras los acontecimientos en los mercados internacionales a raíz de la quiebra de Lehman Brothers. La crisis financiera se ha hecho extensiva a Brasil, al igual que a otras economías emergentes dando lugar a una depreciación acentuada del real, un desplome de las bolsas, un fuerte aumento del riesgo país, una generalización de los problemas de liquidez y un estancamiento del crédito. En este contexto se produce una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento y se suscitan ciertas dudas sobre fortaleza de un segmento del sistema bancario como resultado de la exposición de sus empresas a los derivados cambiarios a juzgar por algunas de las medidas adoptadas en los últimos meses por el Banco Central.

La actual crisis revela algunas de las debilidades de la economía brasileña. Su dependencia de los flujos de capitales externos y de los precios de las materias primas, la limitada capacidad que tiene el gobierno para emprender una política fiscal expansionista, la persistente dificultad que el Banco Central encuentra para recortar los tipos.

Sin embargo, el país está mucho mejor preparado para afrontar la crisis de lo que estaba en un pasado reciente y probablemente mejor preparado que gran parte del resto de emergentes. Por un lado, la demanda interna es el principal impulsor del crecimiento actual y sus exportaciones están relativamente diversificadas. Por otro lado, el sector corporativo no financiero es actualmente mucho más competitivo que en el pasado y, en general, está menos expuesto a la depreciación del dólar que hace pocos años, a pesar de los problemas acotados de exposición a derivados cambiarios que se conocieron hace algunas semanas. Además, el gobierno es un acreedor externo neto y la situación fiscal ha mejorado notablemente lo que permite liberar recursos financieros hacia el sector privado. En la actualidad, y esto marca una gran diferencia con crisis anteriores, una depreciación del *real* genera una reducción de la deuda del gobierno. El Banco Central cuenta con un volumen de reservas internacionales que le permiten, al menos parcialmente, moderar los movimientos cambiarios y corregir los problemas de liquidez en dólares. Adicionalmente el Banco Central de Brasil ha sido aceptado por la Reserva Federal como uno de los pocos bancos centrales de países emergentes que podrían acceder con carácter transitorio a una línea de swap en dólares por importe de 30 mmUSD. Este es un indicativo más de que Brasil ha ganado status en el panorama internacional.

Así, la crisis podría interpretarse como un test para la economía brasileña. Los avances de los últimos años han sido muy importantes en términos de consolidación de políticas macroeconómicas adecuadas para el progreso del país, pero siguen quedando reformas pendientes y quizá éste pueda ser un buen momento para abrir el debate y suscitar propuestas.

Resumen Ejecutivo

A partir de la quiebra de Lehman Brothers, la aversión al riesgo global y los movimientos de *fly to quality* se intensificaron. El deterioro de la crisis tuvo un efecto inmediato en la liquidez del sistema financiero brasileño, inicialmente en el mercado de dólares y después en reales. De forma casi inmediata se depreció bruscamente la divisa brasileña y se desplomaron los índices bursátiles. La inesperada debilidad del *real* provocó pérdidas importantes a las empresas no financieras que estaban expuestas en operaciones de derivados cambiarios. Conforme el dólar se apreció frente al real, las empresas empezaron a deshacer su posición en los mercados derivados, generando presiones depreciatorias adicionales sobre el *real*.

Además de amenazar la salud financiera de las corporaciones brasileñas, las pérdidas en los mercados derivados aumentaron la incertidumbre sobre la exposición de los bancos a estas pérdidas y con ello propiciaron mayores tensiones en el mercado interbancario.

La combinación de estos dos elementos, los problemas de liquidez y las pérdidas del sector corporativo por derivados, generó problemas serios a algunos bancos pequeños y medianos a lo largo de mes de octubre, aunque más recientemente se percibe cierta normalización. Con todo, las turbulencias están acelerando el proceso de consolidación del sistema bancario brasileño.

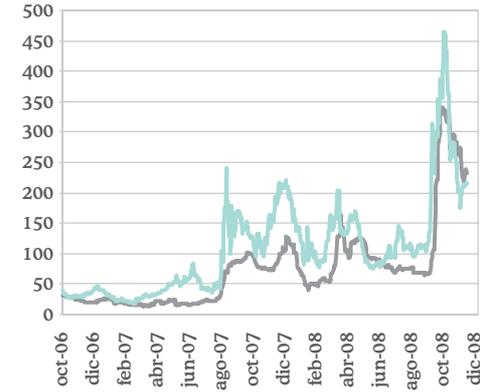
El nuevo escenario causará una fuerte moderación en el ritmo de crecimiento de crédito, que actualmente está en cerca de 30% del PIB. Esta moderación tendrá un importante impacto en la actividad, a través del consumo privado y, principalmente, a través de la inversión, para la que se prevé un virtual estancamiento, de acuerdo a opiniones recogidas en el sector empresarial. La inversión, por otro lado, se verá también afectada por las pérdidas con derivados y por el aumento de los costes de financiación (*real* más débil, menor acceso a los mercados internacionales y peores condiciones para acceder los mercados de capital locales, entre otras).

El consumo privado también será negativamente afectado por el aumento del desempleo y por una moderación del proceso de formalización del empleo en Brasil.

El menor crecimiento global limitará la contribución de la demanda externa para compensar la reducción de la demanda interna. Además, la caída de los precios de las materias primas impone otra barrera a la recuperación de las exportaciones, aunque, al menos en el medio plazo, el cambio las estimulará. Con todo esto, se prevé que la economía brasileña reduzca prácticamente a la mitad el ritmo de crecimiento en 2009, hasta 2,5%, desde 5,2% en 2008

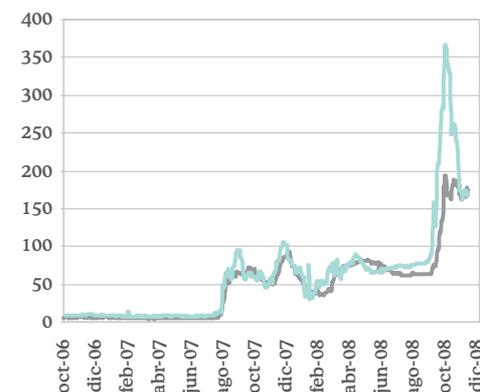
El gobierno y el Banco Central están implementando medidas para amortiguar el impacto de la crisis en Brasil. El gobierno empieza a implementar una política fiscal expansiva, pero estará limitado por la reducción de los ingresos en un contexto de desaceleración. La expansión de los gastos del gobierno puede, además, limitar el recorte de tipos por parte del Banco Central, pues, a diferencia de otros países, la crisis podría propiciar una mayor inflación a través del tipo de cambio. Con todo, es previsible que el Banco Central no haga subidas adicionales de tipos de interés oficiales y en 2009 podría incluso recortarlos.

Indicador de tensiones de liquidez en EE.UU. y UEM: diferencial Letras del tesoro - Euribor a 3 meses



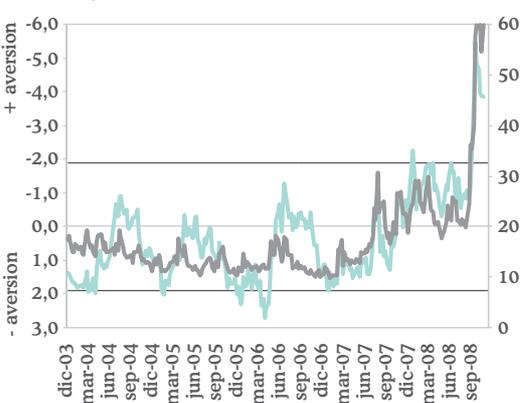
■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: BBVA y Bloomberg

Indicador de tensiones de liquidez interbancaria en EE.UU. y UEM: diferencial LIBOR - OIS a 3 meses



■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: BBVA y Bloomberg

Índice de aversión al riesgo global (BBVA-IARG) 64 activos: emergentes (US\$) y desarrollados (moneda local)



■ IARG (izqda.)
■ VIX
Fuente: BBVA y Datastream

Entorno Internacional

La volatilidad extrema de los mercados responde a que las tensiones de liquidez, la incertidumbre financiera y económica global, persisten.

Hace unos meses, hablar de la crisis financiera internacional era sinónimo de relatar la secuencia de hechos que se desarrollaba en el mercado de EE.UU. Pero desde el 12 de septiembre de 2008, fecha de la quiebra de Lehman Brothers, se ha producido un punto de inflexión a nivel mundial. La incertidumbre y la fuerte aversión de los inversores se han trasladado a todas las regiones del globo, principalmente a Europa, pero también al mundo emergente.

Tras la quiebra de Lehman Brothers y el rescate de AIG Group por parte del Departamento del Tesoro de EE.UU., el gobierno de los EE.UU. aprobó el Troubled Asset Relief Program (TARP) – más conocido como el plan Paulson – con el objetivo de solucionar el problema de los activos tóxicos en los balances de los bancos y así aliviar los problemas de liquidez y solvencia de muchas instituciones estadounidenses. A diferencia de lo ocurrido en los episodios de Bear Stearns, AIG o las agencias gubernamentales, la quiebra de Lehman supuso pérdidas cuantiosas para los tenedores de bonos, hecho que hizo recrudecer de forma espectacular las tensiones en los mercados. Este fuerte incremento de los diferenciales hizo que la liquidez se encareciera a niveles nunca vistos e insostenibles. El diferencial entre las letras del tesoro y el interbancario a 3 meses (TED) en EE.UU. y la UEM se sitúa hoy en los 216 pb y 233 pb, respectivamente. Sin embargo, sus valores máximos en los EE. UU. (464 pbs.) superó ampliamente el máximo de 300 pb alcanzado el 20 de octubre de 1987. Además, el diferencial entre el tipo LIBOR menos el del overnight index swap a 3 meses (OIS) – que aproxima la disponibilidad de fondos en los mercados – en EE.UU. se sitúa actualmente en los 170 pb (366 pb máx.), mientras que en la UEM se encuentra en los 171 pb (194 pb máx.). Al tiempo que las tensiones financieras se iban acentuando, también se aceleró la crisis bancaria no sólo en EE.UU., sino también en otros países europeos.

Los mercados bursátiles a nivel global han registrado caídas históricas. En lo que va de 2008, las caídas en las principales bolsas de los mercados desarrollados se encuentran en torno al 40%. El rango de caídas en los emergentes es más amplio, y va desde el 17,0% de Chile hasta el 76,0% de Rusia. Además, los niveles de aversión al riesgo son extremos. Esta elevada aversión, junto con la caída de las expectativas de política monetaria explica la disminución promedio en octubre de 60 puntos básicos en el bono a 2 años de EE.UU. y 100 puntos básicos en el de la UEM, respecto de los valores previos a la quiebra de Lehman Brothers.

Tras las primeras tentativas unilaterales, los principales países desarrollados unifican criterios para enfrentar la crisis global.

Los bancos centrales han inyectado enormes cantidades de liquidez al mercado con el fin de aliviar las tensiones financieras, pero hasta la fecha las medidas adoptadas no han tenido un efecto decisivo. La Reserva Federal ha prácticamente doblado la cantidad subastada a través de su facilidad de crédito TAF, hasta llegar a los \$ 300 mil millones, y aumentado en más de \$ 500 mil millones sus líneas swaps en dólares para el resto de bancos centrales. El Banco Central Europeo también ha realizado subastas extraordinarias en cuanto a los montos, monedas y plazos. La última iniciativa del BCE ha sido la de comenzar a realizar subastas de cobertura total de la demanda (en inglés “full

allotment”) con el fin de aliviar las presiones en las necesidades de financiación de corto plazo.

Las autoridades económicas y monetarias de los diferentes países se encuentran ante una crisis financiera que está siendo amplificada por el efecto de la aversión al riesgo. En una primera fase, los diferentes gobiernos emprendieron diferentes medidas destinadas a restaurar la confianza entre los depositantes de las instituciones financieras y la normalidad en los mercados financieros, con un efecto limitado. La razón principal es que los mercados observaron una completa falta de coordinación entre los gobiernos y que los pasos tomados se percibieron como respuestas específicas en la medida que surgían problemas de entidades puntuales.

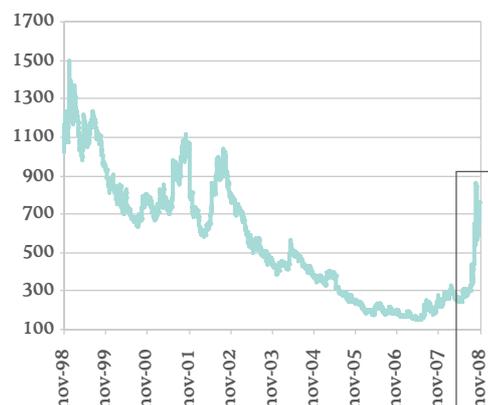
A inicios de octubre, no obstante, comenzaron a surgir acciones coordinadas. En primer lugar, los bancos centrales de EE.UU., la Unión Monetaria Europea, Reino Unido, Suiza, Suecia y Canadá redujeron sus tipos de interés oficiales en 50pb. de forma simultánea y con un comunicado común. Poco después, los gobiernos europeos alcanzaron un oportuno acuerdo para hacer frente a la crisis de forma coordinada y concertada, en el que se anunciaron programas basados en avales e inyecciones de capital. Aunque el impacto inmediato ha sido limitado, esta coordinación evitó probablemente una crisis financiera aún más grave.

Estos esfuerzos culminaron en la cumbre del G-20 que tuvo lugar en la ciudad de Washington. Lo primero que se debe destacar de la cumbre, y de los acuerdos adoptados, es el hecho de que refleja la firme voluntad de la Comunidad Internacional para afrontar la actual crisis económica y financiera de forma coordinada, combinando acciones y medidas multilaterales con políticas nacionales pero acordadas y validadas por todos los participantes en la cumbre. Esto es muy importante, ya que deja entrever que se estarían evitando errores cometidos en el pasado cuando respuestas puramente nacionales, en ocasiones de corte puramente proteccionista, solo sirvieron para agravar los procesos recesivos. También se debe resaltar la lista de medidas anunciada, que es ambiciosa y parte de un diagnóstico ajustado de las causas de la crisis y su posterior extensión y agravamiento.

Crecimiento, inflación y tipos de interés bajos, dólar apreciado.

Teniendo en cuenta que las tensiones en los mercados financieros no cederán en un horizonte breve, y dado que el contexto financiero internacional se trasladará posiblemente en forma de menor disponibilidad de crédito a las familias y empresas, nuestras previsiones para EE.UU. y la UEM reflejan una intensificación de la desaceleración económica. En cuanto a nuestro escenario de crecimiento económico, para EE.UU. esperamos que el consumo, la inversión residencial y la inversión no residencial continúen contrayéndose, y por ende contribuyendo negativamente al crecimiento. Además, por el lado del comercio exterior, las importaciones continuarán cayendo debido al mal desempeño del crecimiento. Las exportaciones crecerán pero a un ritmo sustancialmente menor debido a la apreciación del dólar y la debilidad global. Esto implica que las exportaciones netas no se convertirán en un soporte demasiado sólido para el crecimiento. En resumen, esperamos que la actividad en EE.UU. se contraiga un 0,8%. Para la UEM esperamos una contracción del PIB en torno al 0,9%. A pesar de que existen algunos factores que son parcialmente positivos como los tipos de interés oficiales sustancialmente menores y que el euro se depreciará respecto del dólar, la efectividad de los paquetes de medidas diseñados por los diferentes gobiernos será clave para que la contracción de la actividad no sea mayor.

Diferenciales de renta fija: EMBI+



Fuente: BBVA y Datasteam

Mercados Bursátiles

2008		
EE.UU.	S&P500	-46%
España	IBEX35	-47%
Reino Unido	FTSE100	-38%
Francia	CAC40	-47%
Alemania	DAX30	-48%
UEM	STOXX	-50%
Japón	NIKKEI 225	-50%
China	Shanghai SE 180	-64%
Hong Kong	HANG SENG	-56%
Brazil	BOVESPA	-48%
México	MXSE IPC Gral.	-38%
Argentina	MERVAL 25	-59%
Chile	SASE Gral Index	-17%
Rusia	IRTS	-76%

Fuente: Bloomberg

En este marco de referencia hemos visto que los mercados de materias primas han reaccionado con mucha fuerza, con caídas de precios que bordean el 60% respecto de sus picos a mediados de este año en el caso del petróleo y el cobre, y en torno a 40% para granos como maíz, trigo y soja. Nuestra proyección en estos casos apunta a una estabilización y posterior recuperación, ya que restricciones de oferta a mediano y largo plazo, y el aumento en el consumo de energía, alimentos y materias primas industriales en China, India y otros países emergentes seguirá creciendo a un ritmo acelerado. Sin perjuicio de ello, las caídas de precios que ya han ocurrido significarán una fuerte disminución en el ingreso disponible, de países en desarrollo con exportaciones e ingresos fiscales muy concentrados en algunos de ellos. A diferencia de episodios anteriores, eso sí, es destacable el hecho de que en esta ocasión, la mayoría de los países de América Latina ha ahorrado una proporción significativa de los ingresos extraordinarios obtenidos durante el “boom”, lo que les permite enfrentar en mejor pie la actual caída de precios.

En cuanto a la inflación, prevemos que continuará encaminándose hacia niveles sustancialmente menores a los actuales. Nuestro escenario para 2009 contempla que la inflación general en EE.UU. se situará en torno al 0,8% en promedio. En la UEM la inflación se situará en torno al 1,9% en promedio. Tales expectativas se justifican por la fuerte caída que ha registrado el precio del petróleo y otras materias primas, junto con un escenario de menor crecimiento global. Además, el hecho de que la inflación se muestre contenida ha permitido a los bancos centrales recortar tipos de interés con el fin de fomentar el crecimiento económico. En este sentido el BCE y la FED recortaron 50 pb hasta el 3,25% y 1,0%, respectivamente. Nuestro escenario para los tipos de interés oficiales considera que la FED recortará su tipo de intervención hasta 0,5% en 2009 y el BCE lo situará en 1,5% a comienzos de 2009. De esta forma, esperamos un dólar estable y oscilando en un nivel en torno a 1,25 hasta finales de 2008. Para 2009, esperamos que el dólar-euro se deslice hacia 1,15, aunque observamos que los riesgos se encuentran sesgados hacia el lado de una posible mayor apreciación del dólar.

Bajo nuestro escenario central de tipos oficiales, esperamos que la rentabilidad de los bonos soberanos a diez años de EE.UU. se mantenga estable en 3,80% al cierre del cuarto trimestre de 2008. Para 2009 prevemos una caída de las rentabilidades que comenzarán el 2009 en torno a 3,70% y finalizarán el año próximas a 3,40%. Para la UEM esperamos que las rentabilidades a diez años cierren 2008 en 3,80%. Durante el primer trimestre de 2009 se situarán en 3,50%, cayendo a medida que avanza el año hasta alcanzar 3,10% en el cuarto trimestre de 2009.

En relación al mundo emergente, las previsiones se ajustan a la baja incorporando un escenario de recesión en las economías desarrolladas. Aún así estamos hablando de una desaceleración del crecimiento en 2009 respecto a 2008, pero todavía manteniendo crecimientos dinámicos. Asia emergente registrará un crecimiento del 6% frente a 7,5% de 2008, con China sosteniendo el crecimiento en el entorno de 8% gracias en buena parte al plan de estímulo fiscal del Gobierno, mientras otras economías de la región crecerán a tasas muy inferiores, especialmente aquellas economías pequeñas y abiertas y por tanto más expuestas a la demanda externa.

De cara a los próximos meses, la evolución de las políticas que los gobiernos desarrollen – enfocados en lograr restaurar la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los mercados – será un elemento crucial para lograr recuperar la confianza, romper el círculo vicioso entre liquidez y solvencia y así restablecer el normal funcionamiento de los mercados.

Entorno Macroeconómico

Un entorno internacional más adverso unido a un menor acceso al crédito doméstico y externo propiciará un ajuste de la demanda y el crecimiento se situará por debajo del potencial

En el primer semestre del año, la economía brasileña mantuvo un notable dinamismo. Su crecimiento fue de 6%, frente a 5,4% registrado en 2007. Esta expansión ha estado sustentada por un crecimiento de cerca de 8% de la demanda interna. El consumo creció 6,7% en los seis primeros meses de 2008, favorecido por salarios reales al alza, por la creación de empleo formal y, sobre todo, por una expansión del crédito. El aumento en la inversión (15,7% en el primer semestre), por otro lado, ha sido estimulado por el crecimiento del mercado interno y por condiciones de financiación más favorables (debido a mayor oferta de crédito, mayor acceso a los mercados de capital, dentro y fuera del país, y a la apreciación del real que reduce el costo de los bienes de capital importados). El gasto público, por otro lado, creció 5,6% en el mismo período, ligeramente por debajo del crecimiento del PIB. Las importaciones subieron 22,4%, estimuladas por un cambio favorable y por la fuerte demanda interna, frente a un crecimiento de poco más de 1,6% de las exportaciones. Con ello la demanda externa restó cerca de 2% al crecimiento del PIB¹.

El dinamismo del consumo e inversión mantuvieron la demanda interna por encima de la oferta potencial (estimada en 4,5%) durante el primer semestre del año, generando presiones inflacionistas. El Banco Central reaccionó a este desequilibrio y emprendió una política alcista de tipos con el objetivo de readecuar la demanda interna a la oferta potencial.

El deterioro del escenario global a partir de la quiebra de Lehman Brothers (LB), sin embargo, ha cambiado drásticamente el escenario.

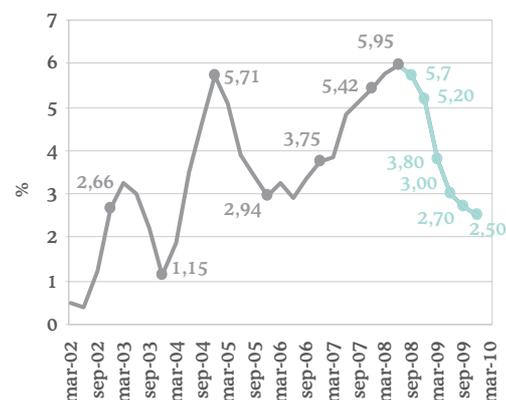
La escasez de crédito internacional, los problemas internos de liquidez en *reales* y en dólares y los problemas relacionados con las pérdidas de derivados cambiarios frenarán la expansión reciente de crédito y, por lo tanto, moderarán el crecimiento del consumo de las familias. Por otro lado, la tasa de desempleo, que de acuerdo con el dato más reciente se sitúa en 7,6% (una tasa históricamente baja y cercana a los niveles estimados de la tasa natural de desempleo), debe experimentar un repunte en los próximos meses, aunque no en magnitud proporcional a la desaceleración del crecimiento del PIB, dada la rigidez del mercado de trabajo brasileño. Adicionalmente el escenario macroeconómico será claramente más adverso para las políticas de contratación y de ajustes salariales de las empresas. Así, la masa salarial dejará de expandirse al mismo ritmo observado recientemente. Finalmente, menores niveles de confianza deben reducir los estímulos para invertir y consumir. Así, el consumo privado, que cerrará este año con un crecimiento de 6,2% desacelerará hasta 2,8% en 2009.

La inversión de las empresas también se verá fuertemente afectada. Por un lado por la fuerte moderación esperada de crecimiento de crédito, el menor acceso al crédito exterior, vía cantidades o precios, las mayores dificultades para obtención de financiamiento a través de los mercados de capitales locales, el mayor coste para importar bienes de capital y la incertidumbre relacionada con el escenario actual. Finalmente, las pérdidas de algunas empresas brasileñas (principalmente

¹ Por el lado de la oferta, el crecimiento acumulado en el sector agrícola en el primer semestre fue de un 5,24%, en comparación con un crecimiento de 6,3% de la industria y de 5,25% de los servicios. Esto muestra que a pesar del impacto positivo de los precios de las materias primas sobre la economía brasileña, el principal responsable por el crecimiento actual es la demanda interna.

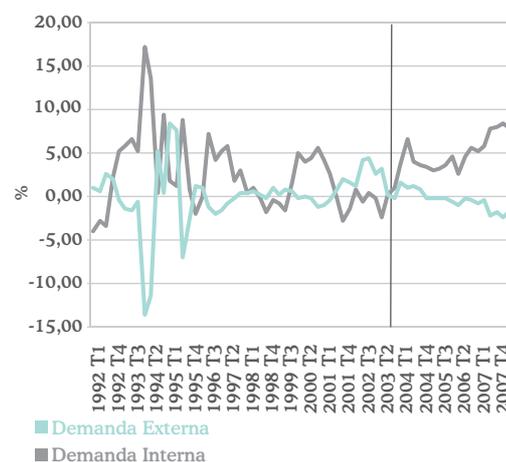
PIB Brasileño

Crecimiento Acumulado en 4 Trimestres



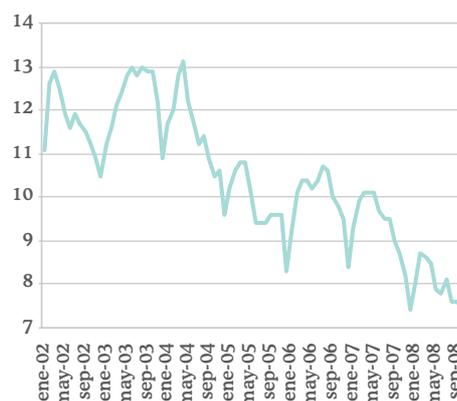
Fuente: IBGE, Bloomberg y BBVA.

Contribuciones al PIB de la Demanda Interna y Externa del PIB



Fuente: Bloomberg

Tasa de Desempleo - Brasil



Fuente: IBGE

PIB y sus componentes - Trimestral - 2007 - 2008

(Variación Interanual)

	2T - 08	1T - 08	4T - 07	3T - 07	2T - 07	1T - 07
PIB	6,13	5,87	6,21	5,58	5,42	4,39
Consumo	6,73	6,59	8,58	6,01	5,75	5,67
Inversiones	16,17	15,19	16,03	14,59	13,93	8,84
Gastos del Gobierno	5,33	5,77	2,20	3,12	3,42	3,66
Exportaciones	5,11	-2,14	6,35	1,77	13,27	6,01
Importaciones	25,76	18,92	23,39	20,41	18,64	19,81
Agricultura	7,13	3,03	8,64	9,73	1,08	3,70
Industria	5,71	6,95	4,35	4,99	6,87	3,15
Servicios	5,51	4,99	5,28	4,64	4,49	4,49

Fuente: Bloomberg, IBGE

en la actividad exportadora) en los mercados de derivados cambiarios ya empiezan a mostrar efectos en sus resultados y, sin duda, provocará recortes de las inversiones de estas empresas.

Las pérdidas estimadas por la depreciación del real y los mercados de derivados son imprecisas y de acuerdo a las mejoras estimaciones disponibles podrían ser del orden de USD 20,000 millones. De acuerdo con la CETIP, órgano responsable del control de las operaciones con derivados en Brasil, la exposición líquida de las empresas brasileñas era de USD 40,000 millones a fecha 30 de septiembre. Después de la carrera por activos denominados en dólares realizada por estas empresas, su exposición se redujo a USD 7,000 millones el día 24 de octubre. Así, estas pérdidas parecen estar limitadas, pero aún hay cierta incertidumbre en relación a este problema.

La reciente depreciación del *real* brasileño puede tener un impacto también sobre empresas que no hicieron uso de derivados cambiarios pero que tienen parte de su pasivo denominado en dólares. Este impacto, sin embargo, parece estar limitado, de acuerdo con la información preliminar disponible. La proporción de pasivos denominados en dólar (en relación al total de pasivos) era al final de 2007 de cerca de 12%, en comparación con cerca de 24% en 2002. La proporción del pasivo denominado en dólares en relación a la suma de los ingresos por exportaciones y activos denominados en dólares pasó de cerca de 100% en 1997 a cerca de 40% en 2007².

Con todo, y considerando todos los factores, estimamos que la inversión va a permanecer a los mismos niveles de 2008.

Finalmente, el sector externo brasileño no podrá compensar la moderación que se va a observar en la demanda interna. El cambio más favorable a los exportadores tendrá un impacto apenas limitado sobre las exportaciones brasileñas debido a la debilidad de la demanda externa (principalmente de los países desarrollados) prevista para los próximos meses y debido a la caída de los precios de las materias primas. Adicionalmente, los problemas de falta de liquidez en dólar seguirán dificultando la financiación de las actividades exportadoras brasileñas. Sin embargo, en el medio plazo el cambio más favorable debería incentivar la expansión de las ventas exteriores. Por otro lado, las importaciones perderán su dinamismo por la menor demanda interna. Nuestras previsiones apuntan para una contribución negativa del sector externo de cerca de 2,4% del PIB en 2008 y una contribución positiva de 0,3% en 2009.

El gobierno podría plantearse la puesta en marcha de políticas anti-cíclica, pero con bastantes limitaciones. Por un lado, puede acabar generando un efecto *crowding-out* del sector privado pues podría crear presiones alcistas sobre los tipos y, en consecuencia, frenaría las inversiones privadas. Por otro, el margen de maniobra es relativamente reducido pues la deuda pública aun es elevada. Además, las perspectivas para los ingresos públicos deben reducirse de manera importante en 2009 debido a la moderación del crecimiento económico del país, limitando, por lo tanto, las posibilidades de política fiscal (ver sección sobre situación fiscal abajo).

El balance de riesgos del Banco Central también ha cambiado y la percepción generalizada es que la autoridad monetaria no necesitará subir los tipos para ajustar la demanda interna a la oferta potencial.

En su conjunto, la economía brasileña se verá fuertemente impactada por las condiciones externas. Los riesgos asociados con las pérdidas corporativas y con los problemas de liquidez del sector bancario pue-

PIB y sus componentes - Previsiones - 2008 y 2009

(Variación Interanual)

	2009	2008
PIB	2,50	5,20
Demanda Interna	2,20	7,60
Consumo	2,80	6,20
Inversiones	0,00	15,00
Demanda Externa	0,30	-2,40
Exportaciones	-0,50	2,00
Importaciones	-2,50	21,00

Fuente: BBVA

² Estos resultados y más información sobre la exposición de las empresas brasileñas y latino-americanas a pasivos denominados en dólar pueden ser encontrados en el *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere* recientemente publicado por el FMI.

den ser más altos que los actualmente estimados y, en este caso, el crecimiento del PIB podría estar más cerca de 2% en 2009.

Con todo, es importante resaltar que en este momento los fundamentos de la economía brasileña son sólidos en relación a otros episodios de crisis. Primero, el país goza de una estabilidad institucional en relación a las políticas económicas más importantes (control de precios, papel del estado, cambio flexible, sistema de metas de inflación...). Segundo, las cuentas públicas y externas están en una posición más confortable (ver secciones sobre situación fiscal y sector externo, abajo). Y finalmente, el *boom* de inversiones y de crédito observado en los últimos meses dejó la economía en mejores condiciones de enfrentar la crisis.

La depreciación cambiaria va a aumentar las presiones alcistas sobre los precios, pero la desaceleración económica debe mantener inflación bajo control, al menos en 2009.

Frente a un entorno en el que la inflación venía subiendo por el alza de los precios de las materias y las presiones de demanda, los acontecimientos recientes ponen el foco en otros factores que pueden condicionar la evolución de la inflación en 2009. Por un lado, la depreciación del cambio y el *pass-through* a los precios domésticos. Y, por otro, una desaceleración del crecimiento económico más fuerte que esperada a partir del segundo semestre de este año y que se extenderá a lo largo de 2009.

Actualmente la inflación se sitúa en 6,4%, un valor bastante por encima de la meta de inflación para 2008, de 4,5%, y muy cerca del techo del rango para este año (6,5%).

Es posible que en los próximos meses, en los que la demanda todavía no dará señales tan claras de ralentización, la depreciación del cambio impida una caída más acentuada de los precios. Sin embargo, a lo largo de 2009 la menor demanda interna junto con una moderada apreciación del tipo de cambio que se estabilizaría en niveles más bajos que los actuales deberían permitir una reducción marginal de la inflación, hacia tasas del 4,8%.

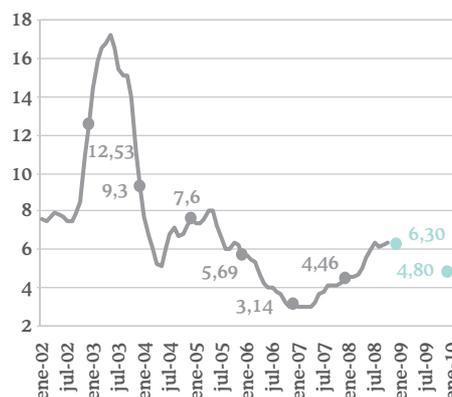
La mejora de la situación fiscal en los últimos años va a permitir al gobierno implementar una política fiscal moderadamente anti-cíclica.

Entre las mejoras que se han producido en los últimos años en el ámbito fiscal brasileño cabe destacar al menos dos: el cambio de la estructura de la deuda y su reducción como proporción del PIB.

Hasta hace apenas unos años, una parte importante de los bonos emitidos por el gobierno brasileño estaba denominada en dólares (por ejemplo un 62,3% en 2003). Como resultado de ello, cuando había un movimiento de *fly to quality*, como el que se observa actualmente, el *real* se depreciaba y automáticamente la deuda pública se elevaba. Para moderar la salida de capitales y controlar el efecto *pass-through* del cambio a los precios, el Banco Central se veía obligado a elevar los tipos, lo que generaba una presión adicional sobre la deuda. Así, en episodios de crisis internacionales, las políticas monetaria y fiscal acababan siendo pro-cíclicas.

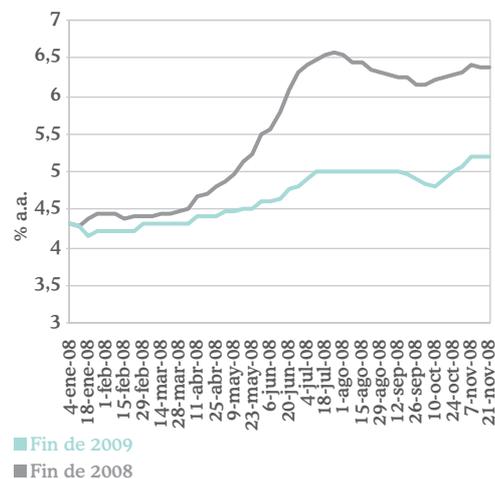
La situación actual, es muy diferente. La proporción de bonos públicos denominados en dólares es cero y el gobierno es acreedor externo neto. Según el Banco Central, el saldo neto de la deuda interna y externa denominada en monedas extranjera era igual a -28,1% del total de la deuda (-11,4% del PIB) en agosto de 2008, en comparación con el 5,5% del total de la deuda (31,1% del PIB a finales de 2002). Con esta composición de la deuda, actualmente, una depreciación de 10%

IPCA acumulado en 12 meses



Fuente: Bloomberg y BBVA

Expectativas de Inflación



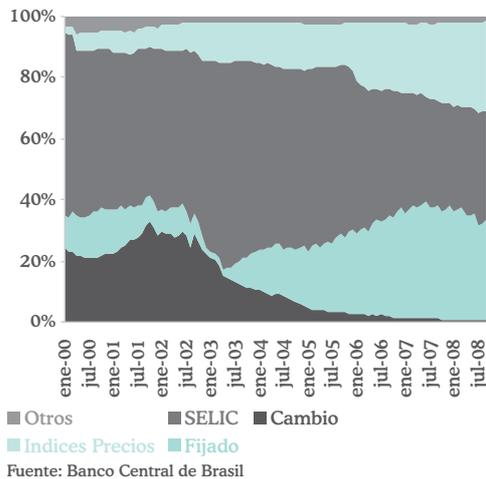
Fuente: Bloomberg

Deuda Liquida del Sector Publico y Deficit Nominal (% PIB)

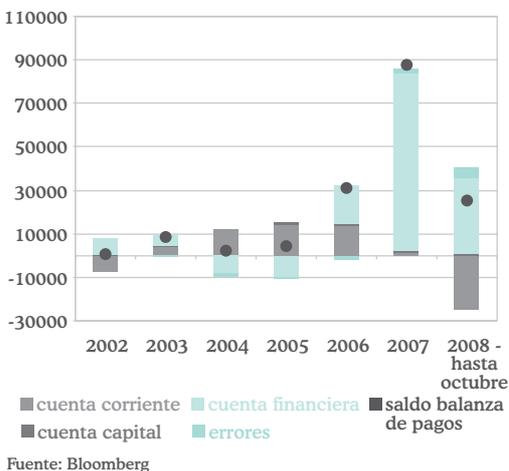


Fuente: Bloomberg

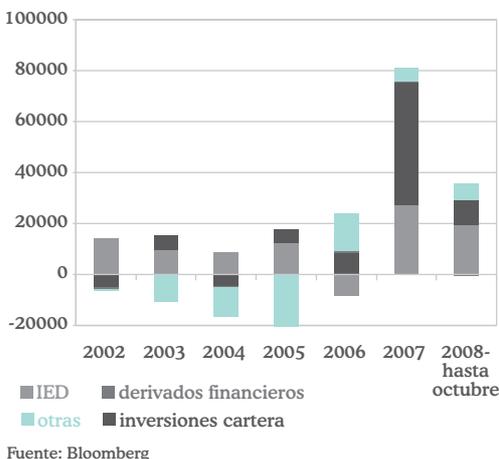
Perfil de la Deuda Brasileña



Balanza de Pagos



Cuenta Financiera



del *real*/reduce la relación deuda/PIB en 1,1%, mientras en 2002, la misma depreciación aumentaba el ratio deuda/PIB en un 3,1%.

Por otro lado, la deuda total del gobierno se encuentra por debajo de 40% del PIB (en comparación con más de 50% en 2002) y el déficit nominal, por debajo de 2% del PIB (en 2003 llegó a un 6% del PIB)³.

Estos avances permitirían al gobierno implementar una política fiscal anti-cíclica para moderar el impacto de la crisis. El gobierno preliminarmente ya anunció que va a reducir su superávit primario hasta 3,8% en 2009 y una reducción algo mayor hasta 3,3% del PIB no se puede descartar⁴. Sin embargo, en línea con lo comentado anteriormente, los ingresos del gobierno son altamente pro-cíclicos y su reducción en 2009 va a limitar la acción fiscal del gobierno. Con todo, se prevé que el déficit total cierre 2008 y 2009 en torno a 1,9% del PIB.

A pesar de la moderación de las entradas de capitales, la financiación del déficit corriente estaría garantizada. Un escenario más negativo podría presionar adicionalmente al real.

En enero de 2008, por primera vez desde mayo de 2003, la balanza por cuenta corriente de Brasil registró un déficit. A partir de entonces, el déficit ha aumentado hasta alcanzar 1,71% del PIB en octubre como resultado de ritmo todavía fuerte de expansión de la demanda interna.

El entorno actual afectará a la cuenta corriente y su financiación a través de distintos canales. La debilidad de la moneda brasileña debería estimular, al menos en el medio plazo, una expansión de las exportaciones y una moderación en el ritmo de crecimiento de las importaciones. El crecimiento de las ventas externas, sin embargo, será limitado por el cuadro de crecimiento mundial y por los problemas de financiación actualmente enfrentados por las empresas exportadoras. La moderación de la demanda interna también tendrá un impacto positivo en la cuenta corriente, principalmente a partir de 2009. Por otro lado, la fuerte reducción de los precios de las materias primas va a presionar negativamente la cuenta corriente brasileña, que de acuerdo con nuestras previsiones debe cerrar 2008 en 1,8% del PIB y 2009 en niveles cerca de 1,5%.

Con respecto a la financiación del déficit por cuenta corriente, las entradas de capitales externos, tanto inversiones en cartera como inversión directa, registrarán un fuerte ajuste en 2009. La información más reciente da cuenta del cambio radical que se ha observado en los flujos de capitales. Así, en octubre se habrían registrado salidas netas por un importe de USD 4.639 millones (salidas de USD 6.249 millones del mercado financiero y entradas de USD 1.610 millones del sector comercial). Salidas de esta magnitud no se habían producido desde enero de 1999, cuando se flexibilizó el tipo de cambio en Brasil. Por otro lado, las inversiones directas exteriores, que sumaron cerca de USD 35.000 millones en 2008, podrían reducirse a la mitad en 2009.

A pesar de la reducción de los flujos de capitales externos, el monto debería ser suficiente para cubrir el déficit por cuenta corriente en 2008 y 2009. En un escenario más negativo, el *real*/debería depreciarse aun más para ajustar las cuentas externas brasileñas. En todo caso, conviene recordar que el país tiene en la actualidad una cómoda posición de reservas internacionales, con fondos próximos a los 200 Mm de dólares, un factor que reduce las perspectivas de problemas de financiación.

³ Sin embargo, los gastos del gobierno siguen creciendo. Entre enero y agosto de 2008, los gastos del sector público federal (incluyendo el Banco Central) crecieron un 10% en comparación con el mismo periodo de 2007. Los gastos con el pago de salarios subieron cerca de 9%.

⁴ La prioridad del gobierno parece ser la manutención o mismo elevación de los gastos en infraestructura. Los proyectos del PAC serán continuados, de acuerdo con los anuncios del gobierno. Además, algunas medidas preliminares (basicamente la creación de líneas de crédito) parece favorecer los sectores exportador, agrícola, inmobiliario e automovilístico.

El Banco Central interrumpe la senda alcista de tipos e inyecta liquidez en dólares y en reales al sistema financiero para aliviar las tensiones.

El Banco Central interrumpió el movimiento alcista de los tipos iniciado en abril de este año en su más reciente reunión en octubre. De abril hasta octubre los tipos SELIC habían sido elevados de 11,25% hasta 13,75%. Antes de la crisis, se esperaba que el Banco Central aumentaría aun más los tipos en lo que quedaba de año, hasta un 14,50% en diciembre. Sin embargo, a partir de la quiebra de Lehman Brothers, los fuertes problemas de liquidez interna y las perspectivas de acentuada reducción del crecimiento, el Banco Central optó por mantener los tipos en 13,75% en octubre.

Como *inflation targeting*, el Banco Central estaría considerando las fuerzas contrapuestas que afectarán a la inflación en los próximos meses, esto es, la depreciación del *real* y el menor crecimiento. Es previsible que conforme se acentúe la desaceleración económica y el tipo de cambio se estabilice se genere un margen de maniobra para que el banco central recorte los tipos de interés en 100 puntos básicos.

Otro de los elementos con los que está actuando el banco central de Brasil es inyectando liquidez en el mercado financiero, tanto reales como dólares, con el objetivo de moderar el fuerte tensionamiento de los mercados. Así, empezó a ofertar dólares en los mercados cambiarios y, ha intervenido diariamente a través de la venta de *swaps* cambiarios y de ventas de dólares en el mercado al contado. Además, para reducir la falta de financiación en dólar para los exportadores, el Banco Central ha empezado a dirigir recursos directamente a este sector. Hasta el momento, el Banco Central ha inyectado cerca de USD 50.000 millones en el sistema, incluyendo cerca de USD 7.00 millones en operaciones de venta de dólares a la vista.

El Banco Central dispone actualmente de más de USD 200.000 millones en reservas internacionales, a los que habría que sumar USD 30.000 millones susceptibles de ser utilizados a través de un acuerdo *swap* con la Fed para seguir interviniendo. Las reservas del Banco Central se mantienen prácticamente estables desde el inicio de la crisis.

Por otro lado, el Banco Central ha estado actuando para reducir los problemas de liquidez del sistema bancario en moneda local (*reales*). Para alcanzar este objetivo, el Banco Central ha estado implementando cambios en su política de encajes⁵ que tienen el potencial de inyectar hasta USD 70.000 millones. Dado que los bancos pequeños son los que presentan mayores dificultades de liquidez, se ha establecido un incentivo para que los bancos grandes (incluyendo los bancos públicos y hasta el propio Banco Central) compren cartera de los pequeños bancos, como una manera de hacer la liquidez fluir hacia los bancos con más problemas⁶. Hasta el momento, cerca de USD 9.000 millones fueron usados en la compra de carteras de otros bancos (un tercio del total autorizado por el Banco Central).

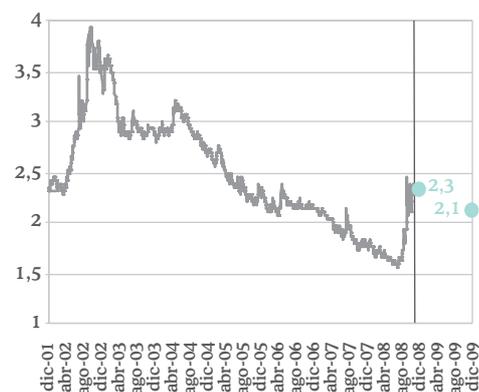
Una primera valoración de estas medidas se podría hacer teniendo en cuenta su efectividad. En este sentido, se puede decir que las medidas han conseguido, por un lado, reducir las tensiones en el mercado interbancario y, por otro lado, moderar los problemas de financiación de los exportadores. Sin embargo, las condiciones de liquidez de antes de la crisis no han sido reestablecidas⁷.

⁵ El Banco Central tiene mucha margen para implementar políticas de encaje, al menos en comparación con otros países, pues mantiene una proporción muy elevada (cerca de 50%) de las reservas de los bancos.

⁶ Las principales medidas del Banco Central en este sentido fueron la autorización a los bancos grandes a usar hasta 40% de sus reservas obligatorias para la compra de carteras y la limitación de la proporción de recursos que los bancos pueden mantener en bonos públicos en 30%.

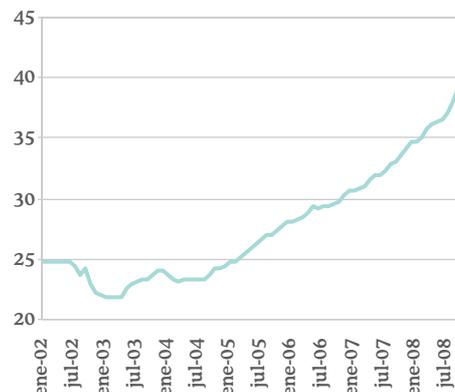
⁷ Los tipos en los mercados interbancarios que eran de cerca de 105% del CDI antes de la crisis y que llegaron a alcanzar 140%, están actualmente en cerca de 115%. Por otro lado, las necesidades de financiación de los exportadores siguen exigiendo la intervención del Banco Central a través de subastas de dólares.

Tipo de Cambio - Real / Dólar



Fuente: Bloomberg y BBVA

Crédito / PIB en Brasil



Fuente: Banco Central do Brasil

CDI's en Brasil - Futuros a 90 días



Fuente: Bloomberg

Mercados Financieros

El ritmo de crecimiento del crédito se moderará fuertemente en los próximos meses.

La oferta de crédito ha sido uno de los pilares del crecimiento reciente observado en Brasil. El volumen de crédito como proporción del PIB pasó de 22% en 2004 a prácticamente el 40% en el segundo semestre de 2008. Tanto las concesiones a las empresas como a las familias se vieron catapultadas en este período. El crédito inmobiliario, de proporción aun muy reducida (cerca del 2% del PIB), pasaba hasta antes de la crisis por un fuerte proceso de expansión con tasas de crecimiento real de más de 25%. La oferta de crédito permitió que el consumo de las familias aumentase acentuadamente en los últimos años. La expansión crediticia sostuvo, por ejemplo, las ventas automovilísticas que habían estado creciendo en niveles superiores al 30%.

Esta fuerte expansión del crédito observada en los últimos años es resultado de una demanda de crédito mayor (asociada a un mayor crecimiento económico) y de cambios en la legislación que dieron más garantías y por lo tanto más incentivos a las instituciones que ofertan crédito.

La inflexión en el crecimiento económico impactará a los mercados de crédito en Brasil. Aunque el stock de crédito se haya expandido un 2,9% en octubre en comparación con septiembre (y su volumen haya pasado del 39,2% al 40,2% del PIB en el mismo período), algunos indicios señalan la moderación que se va a observar en los próximos meses. El total de crédito concedido se redujo un 3% entre septiembre y octubre. Las concesiones diarias cayeron un 7,3%. Además, la participación de las instituciones públicas evitó una caída mayor de las concesiones.

La reciente divulgación de una caída de un 22% en las ventas de automóviles entre octubre y septiembre es otra evidencia del impacto de la crisis sobre los mercados de crédito en Brasil. Evidencias preliminares también muestran que los sectores agrícola e inmobiliario serán afectados, a pesar de las acciones del gobierno¹.

Considerándose este nuevo ambiente, el crédito dejará de crecer a un ritmo de cerca del 30% y puede acercarse a un ritmo de cerca del 15% anual (en terminos nominales). Esto debe ocurrir a pesar del esfuerzo del gobierno por intentar reemplazar parte de la caída del credito ofertado por el sector privado domestico y extranjero por crédito público (a través de su banco de desarrollo, BNDES, y de sus bancos comerciales, Banco do Brasil y Caixa Economica Federal). Además de restricciones de oferta, el mercado tambien va a ser impactado por una demanda más por crédito debil.

A pesar de los buenos indicadores de solvencia del sistema bancario, principalmente de los mayores bancos, el aumento de la morosidad, los problemas de liquidez y las pérdidas con derivados cambiarios generan un entorno mas dificil para el sector bancario, principalmente para los bancos medianos y pequenos. En este entorno, problemas en estos bancos menores pueden generar un proceso de consolidacion del sistema.

¹ El gobierno ha aumentado los recursos de crédito disponibles en los bancos públicos para la financiación agrícola. Ha permitido también que Banco do Brasil y Caixa Economica Federal compren los activos de las empresas del sector inmobiliario como una manera de impedir una crisis en el sector que ha se estado expandiendo a través de IPO's y que ahora debe pasar por un proceso de consolidación.

BOVESPA

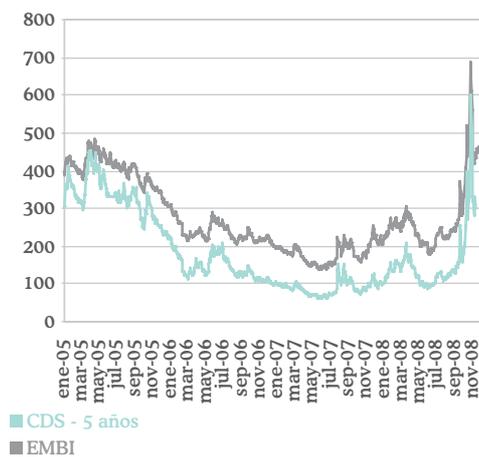


Fuente: Bloomberg

La fusión de Itau y Unibanco, recientemente anunciada, crea el mayor banco brasileño. Más grande que el hasta entonces número uno, Banco do Brasil (a pesar del anuncio de la compra del Banco Nossa Caixa), y más grande que el mayor banco privado brasileño, Bradesco. La competencia entre estos bancos también estimulará la consolidación del sistema bancario.

Por otro lado, los mercados bursátiles brasileños muestran claramente el impacto de la crisis en Brasil. El índice IBOVESPA, que había llegado a más de 73.000 puntos en mayo (luego que el país fue promovido a grado de inversión por S&P), cayó más de 30% en los meses que siguieron a la quiebra de Lehman Brothers. Esta caída resulta principalmente de la caída de los precios de las materias primas y de la salida de los capitales externos. El CDS soberano brasileño prácticamente se duplicó desde el inicio de la crisis y estaba, en el inicio de noviembre, en 300 bps. En el mismo período, el EMBI brasileño subió 167 bps para llegar a 437 bps.

EMBI y CDS 5 años



Fuente: Bloomberg

La Tasa Natural de Interés en Brasil

El concepto de tasa natural de interés ha adquirido gran interés en años recientes, sobre todo por parte de bancos centrales, que lo han adoptado como una referencia clave en el diseño de política monetaria. De forma breve, la tasa natural de interés se define como la tasa de interés real consistente con la convergencia del producto hacia su potencial, y por tanto con una inflación estable. Esta definición sugiere por tanto que la tasa natural es aquel tipo de interés real que no genera presiones de precios. Junto a esta consideración, otra de las características principales de la tasa natural es su variación en el tiempo en función de cambios en el nivel de producto potencial de la economía (por ejemplo, derivados de cambios en la tecnología).

En el caso de Brasil, la estimación de la tasa natural de interés adquiere especial interés, dado que la persistencia de altos tipos de interés reales ha sido una característica fundamental de su economía. Incluso hoy en día, y a pesar de que la estabilidad macroeconómica de los últimos años ha permitido grandes descensos en inflación y tipos nominales, el país sigue encontrándose con unos tipos reales que figuran entre los más elevados del mundo, y que explican parte del menor crecimiento que Brasil ha registrado en comparación con otras economías latinoamericanas desde finales de la década de los setenta.

Esta tendencia tan inusual ha captado la atención de la literatura económica, que ha aportado varios argumentos para explicar la persistencia de altos tipos de interés en Brasil. Uno de los principales responsables ha sido la política fiscal, no sólo por su carácter expansivo, sino por la importancia de gastos prefijados, que han dificultado la flexibilización de la estructura de gastos. Como resultado, el sector público se ha encontrado con unas ingentes necesidades de financiación, que hasta hace poco se traducían en ratios de deuda pública sobre PIB por encima del 85%, y que han hecho del sector público un demandante principal de crédito en los mercados locales.

Además de la excesiva dimensión de las cuentas públicas, la literatura ha responsabilizado al tipo de cambio y a la tendencia de la economía brasileña a sufrir episodios de crisis. El régimen cambiario en vigor hasta el año 1999, basado en la aplicación de bandas cambiarias que limitaban la flexibilidad del real, forzó al alza los tipos de interés con objeto de evitar variaciones intensas en la balanza de pagos. Y por otro lado, la propensión de la economía brasileña a sufrir crisis impulsó los tipos reales al alza, sobre todo a partir de 1999, fecha en la que Brasil comienza a establecer un objetivo expreso de inflación.

Pero con independencia de estos factores macroeconómicos, el marco institucional aparece como un impedimento fundamental a la existencia de tipos reales más moderados. Concretamente, Brasil padece un sesgo jurídico a favor del prestatario, que ha provocado que la asunción de tipos de interés más elevados como respuesta a esta mayor indefensión jurídica del lado del acreedor. En definitiva, nos encontramos con un conjunto amplio de factores, macroeconómicos e institucionales, que han justificado la permanencia de tipos de interés en Brasil por encima de los niveles generalmente observados en otras economías emergentes.

Metodología

Con estos antecedentes, a priori parece razonable pensar que la tasa natural de interés en Brasil se encuentra por encima de los países de su entorno. Para confirmarlo, el presente estudio tiene como objetivo estimarla por medio de un modelo espacio-estado¹. Esta alternativa

¹ Agradecemos a Mario Nigrinis la colaboración prestada para el presente estudio.

ya fue aplicada para el caso de Perú y Colombia en nuestro número de Latinwatch del primer semestre de 2008. La característica fundamental de los modelos espacio-estado es que algunas de las variables explicativas no son observadas, dependiendo de un proceso estocástico². En nuestro caso, el modelo espacio-estado sigue la estructura de un VAR(2), e incluye la tasa de interés real como diferencia entre el tipo de intervención del banco central (SELIC) y la tasa de inflación IPCA. Por su parte, las brechas de inflación y producto se generan a partir de filtros de Hodrick-Prescott. De este modo, nuestro sistema de ecuaciones presenta la siguiente forma

$$r_t = \mu_{1t} + \sum_{i=1}^2 \beta_{1it} r_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_{1jt} og_{t-j} + \sum_{l=1}^2 \delta_{1lt} gap_inf_{t-j} + \varepsilon_{1t}$$

$$og_t = \mu_{2t} + \sum_{i=1}^2 \beta_{2it} r_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_{2jt} og_{t-j} + \sum_{l=1}^2 \delta_{2lt} gap_inf_{t-j} + \varepsilon_{2t}$$

$$gap_inf_t = \mu_{3t} + \sum_{i=1}^2 \beta_{3it} r_{t-i} + \sum_{j=1}^2 \alpha_{3jt} og_{t-j} + \sum_{l=1}^2 \delta_{3lt} gap_inf_{t-j} + \varepsilon_{3t}$$

Con esta especificación la tasa natural se calcula a partir de la primera ecuación, en el supuesto de que la brecha de producto e inflación están cerradas. De forma algebraica,

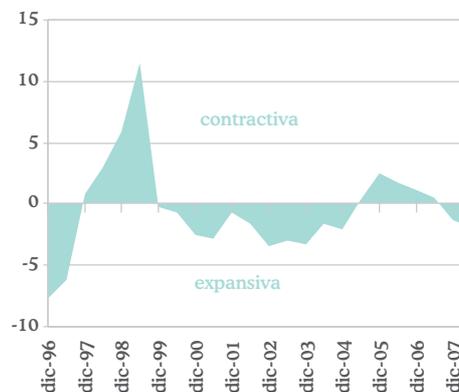
$$r_t^* = \frac{\mu_{1t}}{(1 - \sum_{i=1}^2 \beta_{1it})}$$

Nuestra estimación depara una tasa natural promedio en torno al 13,5% para el período enero 1996-junio 2008, pero con una tendencia decreciente que durante la primera mitad del presente año deja la tasa natural en torno al 8.1%. En esta evolución, destaca el hecho de que la tasa natural se mantiene en niveles muy elevados hasta la segunda mitad de 1999, período en el que experimenta una reducción muy acusada, y casi contemporánea a la registrada por los tipos de interés reales. Hasta ese momento, el único serio intento de estabilizar la inflación había sido el plan Real de 1994, programa de estabilización que consiguió moderar la tasa de inflación a costa de tipos de interés extremadamente elevados. Esta permanencia de altos tipos de interés respondía, aparte de otras causas, a la combinación de una política fiscal expansiva y deficitaria con una política monetaria cuyo objetivo era la defensa de la moneda en un contexto de tipo de cambio fijo.

En 1999, por el contrario, la economía brasileña optó por un régimen de tipo de cambio flexible y un objetivo expreso de inflación. Una transformación que fue además apoyada por una importante mejora fiscal, que aumentó el superávit primario de un 0.01% del PIB en 1998 a un 3.23% en 1999. Este saneamiento permitió una rápida reducción del tipo de intervención (SELIC) a lo largo de 1999, pasando de un 45% en marzo al 19% a final de año. Posteriormente, los años 2001 y 2002 se caracterizan por la sucesión de choques (ataques terroristas en EE.UU., crisis argentina, incertidumbre política ante el primer gobierno de Lula), que reactivaron la presión alcista sobre la inflación a través fundamentalmente de la depreciación del real, y que forzaron al Banco Central a recuperar la senda alcista de tipos en varias ocasiones a partir de 2001³.

Podemos extraer varias conclusiones de nuestros resultados. La primera confirma el éxito de las políticas económicas adoptadas con el giro de política monetaria adoptado a partir de 1999, que permitió una

Brasil: Posición de política monetaria



Fuente:

² Remitimos al lector a esta edición de Latinwatch para una discusión más detallada de la metodología.

³ A partir de este año se suceden tres ciclos de subidas de tipos: marzo 2001-febrero 2002, octubre 2002-junio 2003 y septiembre 2004-septiembre 2005.

fuerte reducción de ambos tipos de interés en pocos meses, junto a un mayor anclaje de la inflación. Una segunda conclusión, ya constatada por la literatura, es que la tasa natural en Brasil tiende a ser superior a la media internacional (Miranda y Muinhos, 2003). A modo de comparación, nuestro anterior número de Latinwatch deparaba una tasa natural promedio que se sitúa entre el 4 y 5% para Colombia, y entre el 5 y 6% para Perú. Esta elevada tasa hace que los varios ciclos de subida de tipos que se suceden en Brasil después de 2001 no se traduzcan en una posición de política monetaria restrictiva⁴. De hecho, la tasa real de interés tiende a fluctuar en torno a la tasa natural a partir de 1999, desvirtuando el argumento de que la existencia de altos tipos de interés responde a un excesivo conservadurismo por parte de la autoridad monetaria a partir de la adopción del objetivo de inflación en 1999. A esta misma conclusión llega el estudio de Chananeco y Savino (2006), donde la persistencia de altos tipos de interés reales se relaciona por el contrario con factores como la sensibilidad de la tasa de inflación a cambios en las expectativas de los agentes, o la dificultad de aumentar la productividad total de los factores.

En definitiva, y con dudas sobre la responsabilidad de un supuesto exceso de celo por parte del Banco Central, continuar la senda descendiente de la tasa natural requiere limitar el efecto de los factores estructurales que siguen imponiendo un suelo a los tipos de interés. En este sentido, y después del progreso realizado en política cambiaria y de control de inflación, el reto actual pasa necesariamente por profundizar las reformas en los otros dos frentes señalados anteriormente: la flexibilización del gasto público y la reducción de la incertidumbre jurisdiccional⁵.

Bibliografía

- Chananeco, Paulo y Savino, Marcelo (2006): "The Natural Rate of Interest in Brazil between 1999 and 2005". Proceedings of the 34th Brazilian Economics Meeting [Brazilian Association of Graduate Programs in Economics].
- Gonçalves, F.; Holland, M.; Spacov, A. (2005). "Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explain the High Level of Real Interest Rates in Brazil? Evidence from Panel Data. Mimeo.
- Miranda, P.; Muinhos, M. (2003): "A Taxa de Juros de Equilíbrio: Uma Abordagem Múltipla". Banco Central de Brasil. Trabalhos para Discussão, nº 66.
- Perea, Hugo y Grippa, Francisco (2008): "La tasa de interés natural: una estimación para Colombia y Perú". Revista Latinwatch, primer semestre 2008.

⁴ La posición de política monetaria viene dada por la diferencia entre la tasa de interés real y la tasa natural. De tal modo que valores positivos (negativos) se asocian con una posición de política monetaria restrictiva (expansiva).

⁵ Gonçalves et alia (2005) ofrece una exposición detallada del efecto de la incertidumbre jurisdiccional sobre los tipos de interés en Brasil.

Infraestructura

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@grupobbva.com

Dentro de las necesidades de inversión de la economía brasileña, la infraestructura es probablemente la más crítica. En Brasil este tipo de inversión presenta un perfil creciente en los últimos años pero sigue situándose a poco más del 2% del PIB, un nivel considerado insuficiente para mantener el inventario de capital existente. Se estima que el ratio inversión en infraestructuras/PIB debería aumentar hasta el 3% apenas para mantener el capital existente y hasta el 5% de forma sostenida en 20 años para converger con las economías desarrolladas¹.

Inversión en Infraestructura (% PIB)

	2003	2004	2005	2006	2007-2010 *
Inversión Infraestructura	1,60	1,85	2,05	2,05	2,18
Pública	0,72	0,75	0,89	1,04	-
Privada	0,88	1,10	1,16	1,01	-
Energía Eléctrica	0,58	0,52	0,59	0,70	0,82
Comunicaciones	0,47	0,69	0,66	0,53	0,55
Transporte Rodoviario	0,21	0,26	0,29	0,36	0,31
Transporte Ferroviario	0,07	0,10	0,15	0,11	0,10
Aeroportuario	0,03	0,03	0,03	0,04	0,03
Puertos	0,01	0,02	0,02	0,02	0,02
Hidroviás	0,003	0,004	0,002	0,001	0,007
Saneamiento	0,22	0,23	0,30	0,29	0,35

Fuente: «O Investimento em Infra-Estrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas», Claudio Frischtak (2007).

* Previsiones.

Un primer determinante de los bajos niveles de inversión en infraestructura es la baja tasa de ahorro, y más en concreto el ahorro público. El ahorro interno total como proporción del PIB observado en 2007 fue de poco menos del 18%. En ahorro público fue del 2,5% del PIB, en el periodo 1951-63; del 3,6% entre 1964-80, del -1,5% entre 1964-80, y del -5,4% entre 1994-00. Recientemente el ahorro público presenta una mejoría: -0,5% en 2006 y 0,5% en 2007 que permite explicar en parte el moderado aumento de la tasa de ahorro e indirectamente de la inversión.

El reducido ahorro público es consecuencia de una elevada rigidez del gasto público corriente (como pago a funcionarios y pensiones).

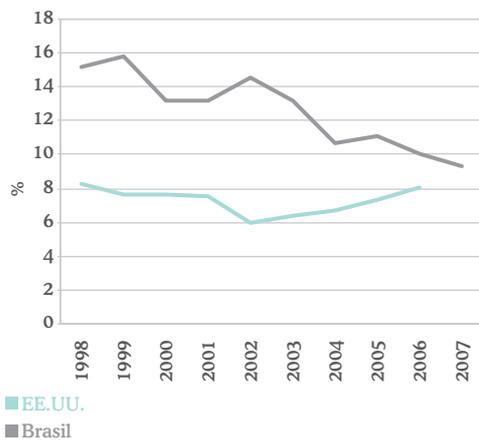
Otros de los elementos detrás de la baja inversión son: i) la escasa capacidad de planificación y ejecución nacional que están relacionadas a la politización y falta de profesionalización de los órganos responsables.; ii) la ausencia o fragilidad de marcos legales capaces de dar seguridad jurídica a la inversión y un sistema tributario que no estimula las inversiones, iii) la inestabilidad macroeconómica presente durante tres décadas que generó distorsiones en los precios de los activos y en las condiciones de financiación como elevados costes de capital y escaso desarrollo del mercado de capitales hasta recientemente.

En cualquier caso, en los últimos años, se han producido cambios en el entorno que están estimulando la inversión en nuevos proyectos. Los cambios afectan a cada uno de los factores mencionados anteriormente. Primero, el déficit y la deuda pública se están reduciendo y creando más oportunidades para gastos en inversiones.

Si bien no es previsible que el gobierno juegue un papel principal en el aumento de la inversión a través de proyectos públicos, sí se espera que contribuya sentando las bases para que el marco legal sea más

¹ Estas estimaciones, y parte de los datos presentados en este artículo, son presentadas en el artículo de Claudio Frischtak nombrado "O Investimento em Infra-Estrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas."

Costes de Capital en Brasil y EE.UU.



Fuente: "O Investimento em Infra-Estrutura no Brasil: historico recente e perspectivas", Claudio Frischtak (2007).

propicio para la inversión privada en concesiones de infraestructura. El gobierno federal está organizando y coordinando esfuerzos de inversión a través del PAC, "Programa de Aceleração do Crescimento".

A lo largo de la última década el gobierno federal ha estado generando un nuevo marco legal que estimula la inversión privada aunque todavía hay muchas áreas que presentan un marco regulador poco satisfactorio. Los sectores de telecomunicaciones y energía eléctrica parecen ser los que más se beneficiaron de los avances reguladores realizados, operando con relativa estabilidad y menos incertidumbre. Por otro lado, la debilidad del marco legal es evidente en los sectores de saneamiento y transportes.

Por último, pero quizá más importante, la estabilidad macroeconómica empieza a crear un ambiente más propicio a las inversiones. Hasta hace pocos años, los riesgos relacionados con la inestabilidad macroeconómica y los altos tipos de interés inhibían las inversiones. Más recientemente, la estabilidad macroeconómica, la reducción en el coste del capital y el creciente interés de los inversores externos deberían estimular el papel financiador de los mercados de capitales.

El Programa de Aceleracao do Crescimento

El Programa de Aceleracao do Crescimento, conocido como PAC, es un programa aprobado a principios de 2007, cuyo objetivo es mantener los niveles de crecimiento de la economía brasileña a un promedio de 5% durante el período 2007-2010. El programa contiene un conjunto de inversiones cuya cuantía asciende a 220 mM de USD focalizadas en el área de infraestructura. Algo más de la mitad de los recursos están destinados a inversiones en el sector energético (en proyectos como el desarrollo de nuevos campos de petróleo y de nuevas refinerías y gasoductos). Un 34% está designado a proyectos de infraestructura social (como el de universalización de energía eléctrica y el de saneamiento). Finalmente, un 11% del total de inversiones está destinado al sector de transportes (en proyectos como la renovación de las principales carreteras nacionales y el desarrollo de un sistema de metro urbano en cuatro capitales estatales).

El 90% de las inversiones planeadas en el PAC ya estaban recogidas en los programas de inversión de las empresas estatales en el momento del anuncio del PAC. El 10% restante son inversiones para proyectos adicionales a desarrollar por el sector público con la participación del sector privado. La participación de las empresas privadas es estimulada a través de incentivos fiscales y a través de la asociación del capital privado y público. Esta asociación es conocida como Programa de Parcerias Publico – Privado, PPP y se caracteriza por un contrato de concesión de servicios u obras públicas al sector privado a través de la cual el sector público aporta dinero a la empresa privada. El aporte del gobierno es proporcional a los riesgos asociados al proyecto. Aunque hasta el momento el PPP haya tenido muy pocos resultados prácticos, es posible que el gobierno pase a implementarlo en el futuro cercano.

Por contener básicamente proyectos ya existentes y por no tratar de los principales problemas que limitan las inversiones en el país (falta de recursos públicos debido a elevados gastos del gobierno en áreas como previsión social y salarios, así como la falta de incentivos a la inversión privada) el PAC es considerado insuficiente para elevar de manera sostenida el crecimiento de la economía brasileña.

Estadísticas y Previsiones

Contexto Internacional

Precio Materias Primas (promedio)							
	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Petróleo (USD/barril)	72,8	101,0	54,5	Oro (USD/troyoz.)	697,7	879	775,0
Cobre (USD/t)	7108,0	6994,0	3569,0	Soja (USD/ton)	317	458	342

PIB real (%)				Inflación (%. promedio)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.	2,9	2,0	1,4	-0,8	3,2	2,9	4,2	0,8
UEM	3,0	2,7	1,0	-0,9	2,2	2,1	3,3	1,4
Japón	2,4	2,0	0,7	-0,3	0,3	0,1	1,2	0,3
China	11,6	11,9	9,5	8,1	2,8	6,5	4,5	3,0

Tipo de cambio (frente \$, fin de periodo)				Tasa oficial (%. fin de periodo)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
EE.UU.					5,25	4,25	0,50	0,50
UEM (\$/€)	1,32	1,46	1,30	1,15	3,50	4,00	2,50	1,50
Japón (yenes/\$)	116,4	113,1	100,7	95,6	0,24	0,06	1,20	0,30
China (cny/\$)	6,12	7,47	6,93	5,31	1,70	4,80	6,40	3,40

Latinoamérica

PIB real (%)				Inflación (%. fin de año)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	8,5	8,7	6,9	1,9	9,9	8,5	8,0	13,0
Brasil	3,7	5,4	5,2	2,5	3,1	4,5	6,3	4,8
Chile	4,3	5,1	4,3	2,3	2,6	7,8	8,9	4,8
Colombia	6,8	7,7	3,7	3,0	4,5	5,7	7,2	4,5
México	4,9	3,3	1,8	0,0	4,1	3,8	6,2	4,0
Perú	7,7	8,9	8,9	5,0	1,1	3,9	6,5	2,9
Venezuela	10,3	8,4	5,5	2,6	17,0	22,4	30,7	32,5
LATAM ¹	5,4	5,6	4,4	1,8	5,0	6,0	8,1	7,0
LATAM Ex-México	5,7	6,6	5,4	2,6	5,4	7,1	9,0	8,4

Saldo sector público (% PIB)				Saldo cuenta corriente (% PIB)				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina ²	1,8	1,2	1,9	0,5	3,8	2,7	2,0	-0,3
Brasil	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Chile ²	7,8	8,8	6,5	2,7	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Colombia	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
México	-0,1	0,0	0,0	-1,8	-0,6	-1,0	-1,5	-3,5
Perú	2,1	3,1	2,5	0,1	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Venezuela ²	2,1	4,5	0,6	-4,2	14,7	10,5	14,2	4,3
LATAM ¹	-0,5	0,0	-0,2	-1,5	2,0	0,9	-0,3	-1,7
LATAM Ex-México	-0,3	0,3	0,0	-1,2	3,0	1,7	0,1	-1,0

¹ Media de los países mencionados, ² Gobierno Central.

Tipo de cambio (vs \$, fin de año)				Tasas de interés (%. fin de año) ³				
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Argentina	3,06	3,14	3,30	3,90	9,80	13,50	22,00	20,00
Brasil	2,15	1,78	2,30	2,10	13,25	11,25	13,75	12,75
Chile	530	499	634	603	5,25	6,00	8,25	5,25
Colombia	2239,00	2015,00	2329	2443	7,50	9,50	9,50	8,00
México	10,93	10,95	12,82	12,83	7,02	7,44	8,00	5,45
Perú	3,21	2,98	3,10	3,25	4,50	5,00	6,50	6,00
Venezuela	2,00	2,00	2,15	2,70	10,26	11,70	17,50	18,00

³ Ver tasas de interés para cada país en la página siguiente.

Argentina

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	8,5	8,7	6,9	1,9
Inflación IPC (% , fin de año)	9,9	8,5	8,0	13,0
Balanza comercial (m.M. \$)	12,3	11,1	11,3	3,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	8,1	7,2	6,5	-1,2
Cuenta corriente (% PIB)	3,8	2,7	2,0	-0,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	32,0	46,2	44,6	45,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,06	3,1	3,3	3,90
Saldo sector público (% PIB) ¹	1,8	1,2	1,9	0,5
Tasa de interés (fin de año) ²	9,80	13,5	22,0	20,0

¹ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones

² Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

Brasil

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	3,7	5,4	5,2	2,5
Inflación IPC (% , fin de año)	3,1	4,5	6,3	4,8
Balanza comercial (m.M. \$)	46,1	40,0	25,0	28,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	15,4	7,9	-32,0	-25,0
Cuenta corriente (% PIB)	1,6	0,6	-1,8	-1,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	85,8	180,3	200,0	190,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,15	1,78	2,30	2,10
Saldo sector público (% PIB)	-3,0	-2,2	-1,9	-2,0
Tasa de interés (fin de año)	13,25	11,3	13,8	12,8

Chile

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	4,3	5,1	4,3	2,3
Inflación IPC (% , fin de año)	2,6	7,8	8,9	4,8
Balanza comercial (m.M. \$)	22,2	23,7	6,5	8,1
Cuenta corriente (m.M. \$)	6,8	7,2	-4,6	-3,7
Cuenta corriente (% PIB)	4,9	4,5	-2,7	-2,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	19,4	16,9	25,0	25,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	530	499	634	603,00
Saldo sector público (% PIB) ¹	7,8	8,8	6,5	2,7
Tasa de interés (fin de año) ²	5,25	6,00	8,25	5,3

¹ Chile: Gobierno Central

² Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001); Colombia: DTF a 90 días

Colombia

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	6,8	7,7	3,7	3,0
Inflación IPC (% , fin de año)	4,5	5,7	7,2	4,5
Balanza comercial (m.M. \$)	0,0	-0,7	4,4	4,7
Cuenta corriente (m.M. \$)	-3,0	-5,9	-4,1	-3,8
Cuenta corriente (% PIB)	-2,2	-3,4	-2,0	-1,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	15,4	21,0	23,5	23,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2239	2015	2329	2443
Saldo sector público (% PIB)	-0,8	-0,8	-1,0	-1,3
Tasa de interés (fin de año)	6,8	9,0	10,1	8,2

México

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	4,9	3,2	1,8	0,0
Inflación IPC (% , fin de año)	4,1	3,8	6,2	4,0
Balanza comercial (m.M. \$)	-6,1	-10,1	-16,3	-32,4
Cuenta corriente (m.M. \$)	-6,0	-10,2	-17,6	-35,5
Cuenta corriente (% PIB)	-0,6	-1,0	-1,5	-3,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	67,7	78,0	83,0	87,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,93	10,95	12,82	12,83
Saldo sector público (% PIB) ¹	-0,1	0,0	0,0	-1,8
Tasa de interés (fin de año) ²	7,02	7,44	8,00	5,45

² México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

Perú

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	7,7	8,9	8,9	5,0
Inflación IPC (% , fin de año)	1,1	3,9	6,5	2,9
Balanza comercial (m.M. \$)	8,9	8,4	3,3	0,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	2,8	1,5	-2,7	-4,1
Cuenta corriente (% PIB)	3,0	1,4	-2,1	-3,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	17,3	27,7	31,1	28,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,21	2,98	3,10	3,25
Saldo sector público (% PIB)	2,1	3,1	2,5	0,1
Tasa de interés (fin de año)	4,50	5,00	6,50	6,00

Uruguay

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	7,0	7,4	9,2	4,8
Inflación IPC (% , fin de año)	6,4	8,5	8,2	6,4
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,5	-0,7	-0,8	-1,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,4	-0,5	-0,8	-1,0
Current Account (% GDP)	-2,3	-2,4	-3,0	-3,7
Reservas (m.M. \$, fin de año)	0,8	1,9	2,3	3,1
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	24,5	21,7	22,5	24,0
Saldo sector público (% PIB) ¹	-0,6	0,9	-0,4	-0,6
Tasa de interés (fin de año) ²	—	7,5	5,7	4,6

¹ Venezuela: Gobierno Central

² Uruguay: Letras del BCU a 30 días en pesos; Venezuela: Depósitos a 90 días

³ Venezuela: incluye FIEM

Venezuela

	2006	2007	2008p	2009p
PIB (%)	10,3	8,4	5,5	2,6
Inflación IPC (% , fin de año)	17,0	22,4	30,7	32,5
Balanza comercial (m.M. \$)	32,7	23,7	47,9	15,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	27,1	20,0	42,6	14,1
Current Account (% GDP)	14,7	10,5	14,2	4,3
Reservas (m.M. \$, fin de año)	37,3	33,9	31,9	31,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2	2	2,15	2,7
Saldo sector público (% PIB)	2,1	4,5	0,6	-4,2
Tasa de interés (fin de año)	10,3	11,7	17,5	18,0

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Servicio de Estudios Económicos:

Director:

José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

Europa y España

Europa: Miguel Jiménez

España: Julián Cubero

Escenarios Financieros y Económicos: Mayte Ledo

Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido

Tendencias Globales: David Tuesta

Escenarios Financieros: Daniel Navia

Análisis Sectorial: Ana Rubio

Estados Unidos y México: Jorge Sicilia

Estados Unidos: Nathaniel Karp

México: Adolfo Albo

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero

Análisis Transversal Emergentes: Sonsoles Castillo

China: Li-Gang Liu

Asia ex China: Ya-Lan Liu

Sudamérica: Joaquín Vial

Argentina: Ernesto Gaba

Colombia: Juana Patricia Téllez

Chile: Miguel Cardoso

Perú: Hugo Perea

Venezuela: Oscar Carvalho

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.