

Brasil: crecimiento *tem fim*

Informe Mensual Septiembre

Miércoles 07 de octubre de 2015

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar

Editorial

La decisión del gobierno de no realizar un canje atractivo para los tenedores de Boden 15 impactó de lleno sobre las reservas internacionales del Banco Central: luego de la realización del pago se ubican en torno a los US\$ 28.000 M, apenas por encima de los mínimos alcanzado en enero y octubre del año pasado. Con el agravante de que este monto incluye casi US\$ 11.000 M del préstamo de corto plazo concedido por el Banco de China. Resulta evidente que el pago en efectivo del Boden 15 esconde la intención de la actual gestión de angostar al máximo posible el margen de maniobra cambiario de la administración que asuma el 10 de diciembre.

Por si el drenaje de reservas y el profundo atraso cambiario no fueran suficientes, Brasil ha devaluado fuerte nuevamente su moneda y se encamina a cerrar este año con una caída del PBI cercana al 3%. Ya a finales de 2012 planteábamos nuestro escepticismo con respecto a la situación económica brasileña, debido a diversos problemas estructurales: un fuerte crecimiento del consumo apalancado por el atraso cambiario y el mayor endeudamiento de las familias, un ratio Inversión/PBI muy bajo, una *performance* decepcionante en materia de exportaciones no tradicionales, y un *spread* de intermediación del sistema financiero muy elevado que implicaba una pesada carga en materia de pago de servicios.

Mirado en perspectiva, lo cierto es que estos problemas no sólo se profundizaron sino que fueron surgiendo otros: el contexto externo se tornó menos favorable, el frente fiscal se deterioró a partir de las necesidades electorales y la suba de la tasa de interés de referencia, y las denuncias de corrupción derivaron en una crisis política de magnitud.

Si bien la política económica cuenta con herramientas para estabilizar la situación macroeconómica y evitar una mayor desvalorización del Real, la dinámica de la actividad econó-

mica está completamente supeditada a lo que suceda con la crisis política: de hecho, el sector privado espera que la economía brasileña se mantenga en recesión en 2016 (-1,0%).

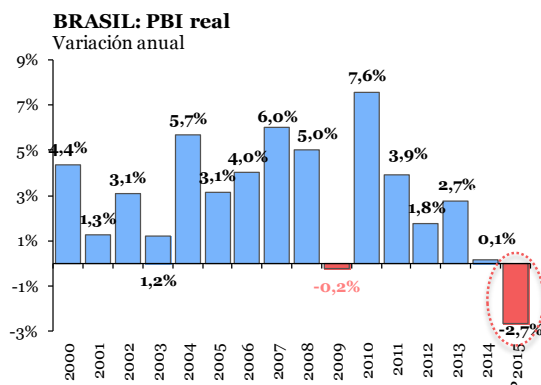
El Tipo de Cambio Real bilateral contra Brasil se ubica apenas 10% por encima de dic-01 y en los mismos niveles que a mediados del 2000. El comercio total bilateral se redujo 16% en 8M-15 y se encuentra 38% por debajo de los niveles de 2011. Siendo Brasil el principal destino de nuestras exportaciones industriales, el efecto combinado de recesión y devaluación implica una complicación adicional para la economía argentina de cara al 2016.

Las dudas estructurales...

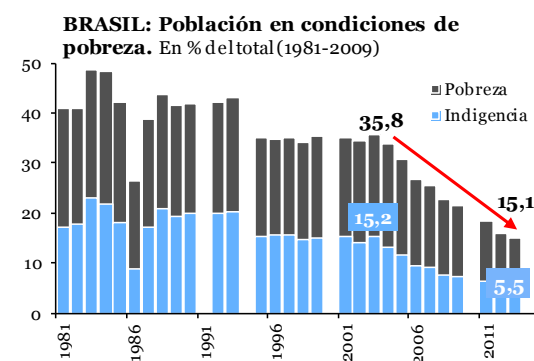
Aun cuando buena parte de los analistas eran todavía muy optimistas con respecto a la situación económica brasileña, en nuestro Informe Mensual de octubre de 2012 explicamos las razones de nuestro escepticismo. El proceso de crecimiento económico que había experimentado en los años previos (entre 2003 y 2011 el PBI real brasileño se expandió a una tasa promedio del 4,0% anual) permitió una mejora inédita en sus indicadores socioeconómicos: tomando como base el año 2003, la tasa de pobreza se redujo a la mitad (15% de la población) y la de indigencia a un tercio (5,5%), a la vez que el Coeficiente de Gini que mide la desigualdad registró una baja sostenida –desde valores muy elevados– por primera vez en los últimos 30 años.

Más allá de esta evolución, ya hacia finales de 2012 identificábamos principalmente cuatro problemas estructurales de la economía brasileña que, a nuestro juicio, iban a resultar un obstáculo difícil de sortear para retomar la senda del crecimiento económico.

El primero se vinculaba a una expansión del PBI sustentada en el fuerte crecimiento del consumo privado en paralelo con un ratio Inversión/PBI muy bajo en la comparación con otras economías emergentes de alto crecimiento. En segundo lugar, no se observaba un cambio de la estructura productiva ni un salto significativo de las cantidades exportadas, más allá del impacto positivo derivado de los altos precios de los *commodities*. En tercer lugar, el crecimiento económico había estado apalancado en un notable aumento de los préstamos en relación al PBI que parecía haber alcanzado sus límites, especialmente en el caso de los créditos al consumo. Y por último, el altísimo *spread* de intermediación con que opera históricamente el sistema financiero brasileño impli-



Fuente: LCG en base a BCB



Fuente: LCG en base a IPEADATA

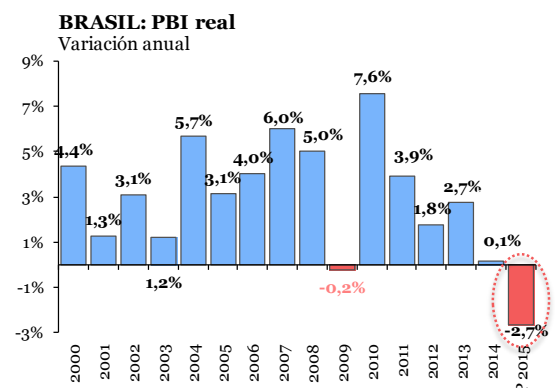
caba un importante foco de vulnerabilidad una vez que el ciclo económico cambiara de signo, dada la elevada carga de los servicios de la deuda sobre el ingreso disponible de los hogares.

La pronunciada apreciación del Real, que era otro de los motivos de preocupación que generaba la economía brasileña, había comenzado a revertirse desde finales de 2011 con la baja de la tasa de interés de referencia Selic impuesta luego de la llegada de Rousseff a la presidencia. La progresiva reversión del atraso cambiario dejaba abierta la posibilidad de un resurgimiento de las exportaciones manufacturadas.

Mirado retrospectivamente, **lo cierto es que los problemas que planteábamos hacia finales de 2012 se agravaron, la pronunciada depreciación del Real no logró dinamizar las exportaciones, y más recientemente se sumaron la aceleración inflacionaria y el empeoramiento de la situación fiscal. Por si ello no fuera suficiente, el contexto externo se tornó menos favorable y las denuncias de corrupción derivaron en una crisis política de magnitud. Una auténtica tormenta perfecta.**

La fuerte expansión del consumo privado en la fase ascendente se explicó esencialmente por cuatro motivos: 1) aumento sostenido del empleo (que llevó a la tasa de desempleo a mínimos históricos), 2) suba del salario real exacerbada por el atraso cambiario, 3) boom del crédito, de forma más pronunciada en el caso del orientado al consumo, y 4) fuerte aumento del gasto social vía transferencias de ingresos. Como consecuencia de ello, el Consumo privado aumentó a un ritmo anual promedio del 4,5% en el período 2003-11, 0,5 pp por encima del crecimiento del PBI.

Como era de esperar, el efecto tracción del consumo sobre el PBI se iba a resentir si el mercado laboral se complicaba, si



Fuente: LCG en base a BCB

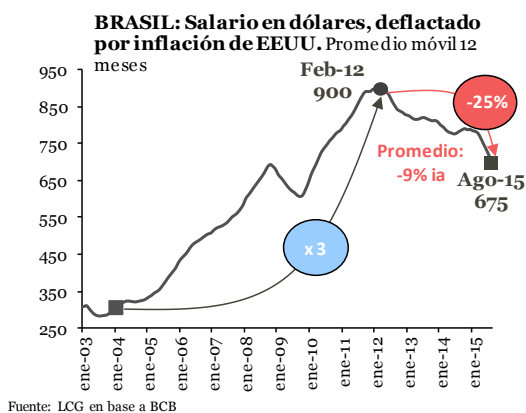
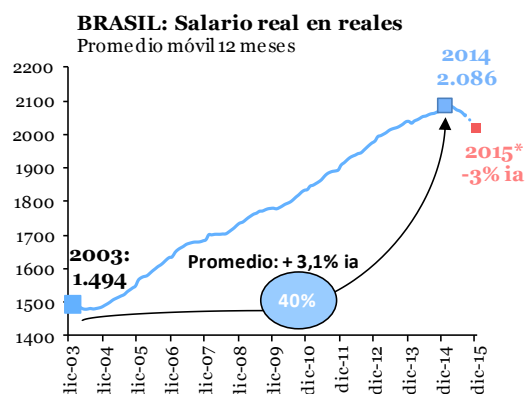
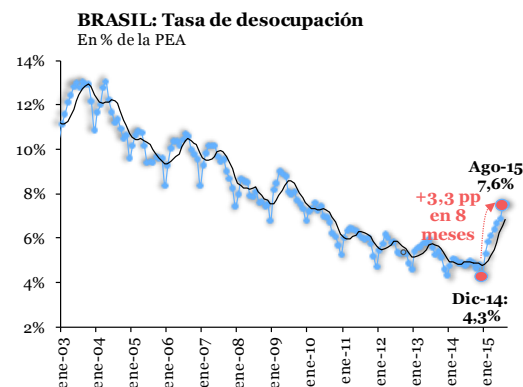
BRASIL: PBI real
Variación anual promedio

	2003-11	2012-14
PBI	4,0%	1,5%
Consumo privado	4,5%	2,5%
Consumo público	2,9%	2,2%
Inversión	6,5%	0,3%
Demanda externa		
Exportaciones	5,8%	0,5%
(-) Importaciones	11,3%	2,3%
Discrep. Estadística	4,0%	1,5%

Fuente: LCG en base a BCB

se corregía el atraso cambiario, si el crédito alcanzaba su techo o si el deterioro de la posición fiscal imponía límites al crecimiento del gasto social. Y en mayor o menor medida, desde 2012 todos estos hechos se produjeron.

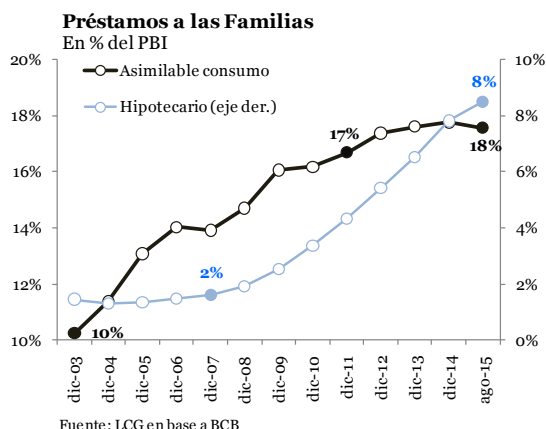
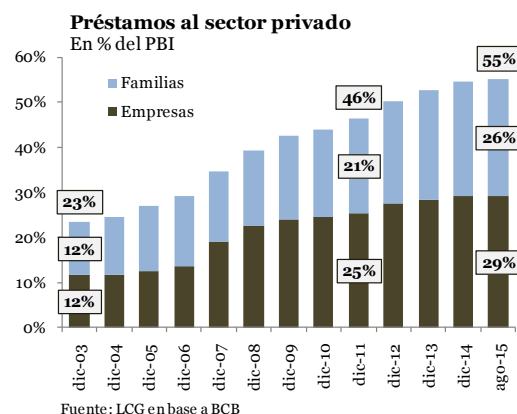
Después de haber tocado un mínimo de 4,3% en dic-14 (como consecuencia del aumento del gasto por las elecciones presidenciales), **la tasa de desempleo se disparó a 7,6% de la PEA en la última medición de agosto¹ (+3,3 pp con respecto a dic-14).** El salario promedio en dólares, que se había triplicado con respecto a inicios de 2004, **acumula desde feb-12 una caída del 25%.** Por su parte, **el salario real pudo seguir expandiéndose hasta el año 2014 (acumuló un crecimiento del 40% entre 2004 y 2014), pero en 2015 muestra la primera contracción desde la llegada del Partido de los trabajadores (PT) al gobierno (-3%).**



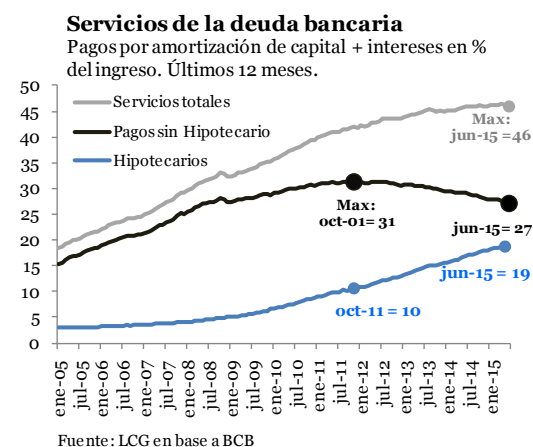
La profundidad del sistema financiero tuvo un crecimiento fenomenal en el período 2003-11: su participación en términos del PBI prácticamente se duplicó, pasando del 24% al 46%, con un crecimiento algo mayor en el caso

¹ En términos desagregados, las mayores caídas de empleo se observaron en el sector de la construcción (-11,1% ia), metalmecánica (-8,1% ia) y siderurgia (-7,7% ia), afectados por la finalización de las obras para el Mundial de Fútbol y el desplome de la demanda automotriz.

de las empresas (+13 pp) que de las familias (+9 pp). Sin embargo, el financiamiento al consumo tuvo una contribución fundamental: pasó de representar el 10% del PBI en 2003 al 17% en 2011. Si bien el financiamiento a las familias siguió creciendo de allí en adelante, lo hizo únicamente como consecuencia del préstamo hipotecario ya que **el financiamiento al consumo en relación al PBI se encuentra prácticamente estancado en los últimos 4 años**. Después de un impactante crecimiento promedio del 25% anual (cuando la inflación promediaba el 5%), **desde finales de 2011 los préstamos al consumo han desacelerado de forma sostenida y el stock ha venido contrayéndose en términos reales a partir de mediados del año pasado**.



¿Qué razones explican este parate? Esencialmente, es el efecto combinado de un sistema financiero que opera con márgenes de intermediación muy elevados y del crecimiento acumulado en la fase expansiva del ciclo económico. Dados los niveles astronómicos de las tasas de interés reales que tienen que pagar los tomadores de préstamos², **los servicios de la deuda representan una carga muy pesada para los hogares: actualmente absorben nada menos**



² Las tasas de interés nominales de los préstamos a las familias para consumo rondan el 60% anual, lo que a la dinámica inflacionaria actual implica una tasa de interés real del 46%.

que el 46% del ingreso disponible de las familias, porcentaje que más que se duplicó con respecto al año 2005.

Por último, el sostenido proceso de deterioro de las cuentas fiscales, iniciado desde mediados de 2011 pero que se profundizó a partir del segundo semestre de 2014, limitó el margen de maniobra de la política fiscal para compensar vía mayores transferencias las malas noticias en materia de empleo, salario, tipo de cambio y estancamiento del crédito que impactaron sobre el consumo privado.

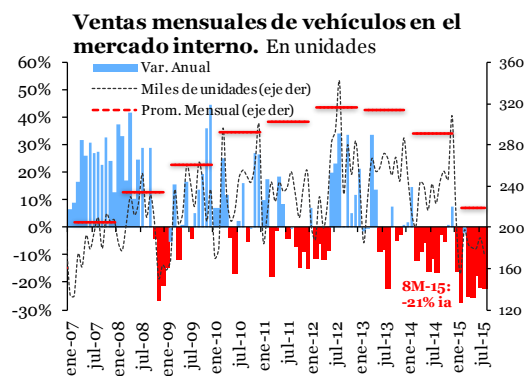
... que empezaron a emerger

Los resultados están a la vista: aun cuando se expandió a una tasa del 2,5% anual en el trienio 2012-14, el consumo privado viene perdiendo dinamismo de forma sostenida desde finales de 2012 y en 2015 y se encamina a mostrar una caída anual del 2% (también por primera vez desde la llegada del PT al poder en 2003). Por caso, las ventas de automóviles, que acumulan una caída del 21% ia en 8M-15, se encuentran por debajo del promedio vendido en el año 2008. En el caso de los electrodomésticos la merma es mucho más moderada, acumulando una contracción del 6% con respecto al máximo de 2014.

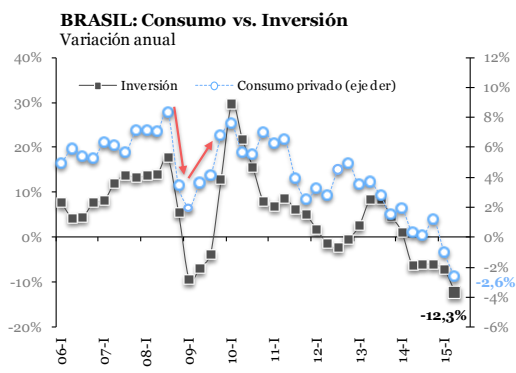
En todo caso, el problema es que la ralentización de la actividad económica impactó de lleno sobre una de las principales debilidades estructurales de la economía brasileña: el bajo nivel de inversión. Pese a que en el período 2003-11 la IBIF creció al 6,5% anual (2,5 pp por encima del crecimiento anual promedio del PBI), el máximo nivel alcanzado fue el 22,7% del PBI en 2011. Este ratio, no sólo se ubica apenas 1,4 pp por encima del pico de la década del '90, sino que resulta muy bajo en la comparación

labourcapitalgrowth

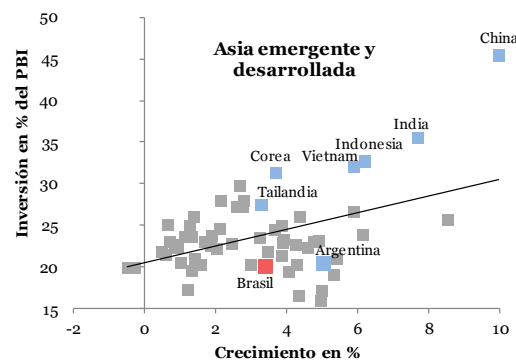
Costa Rica 4161 – CABA
 (5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
 contacto: info@lcgsa.com.ar



Fuente: LCG en base a BCB



Ratio Inversión / PBI y Crecimiento
 En % del PBI, prom 2005-2014



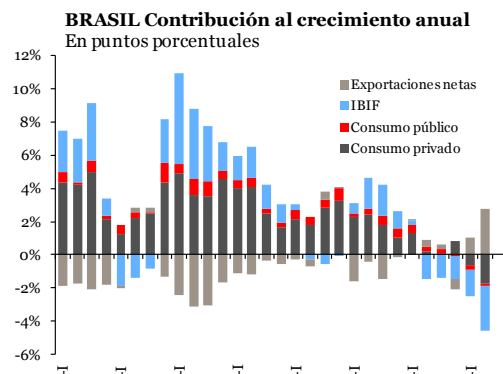
Fuente: LCG en base a WEO

con otras economías emergentes que mostraron alto crecimiento en la última década. Y de allí en adelante la evolución de la inversión fue decepcionante: **en el trienio 2012-14 el crecimiento acumulado fue prácticamente nulo y el último dato disponible (2T-15) muestra una contracción interanual del 12,3%**, amplificando incluso el ritmo de caída registrado en el peor momento de la crisis financiera internacional 2008-09.

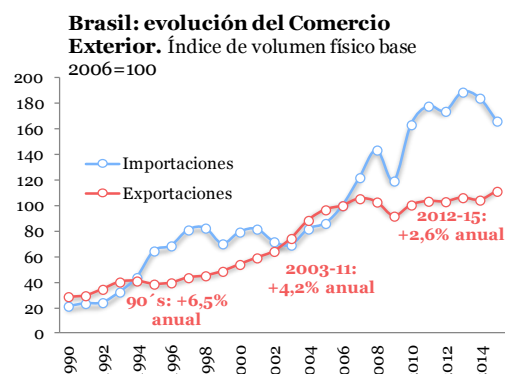
Con un consumo privado que empezó a encontrar sus límites, una inversión estancada y un deterioro de la posición fiscal que limitó el margen de maniobra del gasto público, la única forma de encontrar un motor de la actividad económica era por el lado de las exportaciones. **Tomando el período 2003-11, las cantidades exportadas totales mostraron un desempeño aceptable creciendo al 4,2% anual promedio**, aunque inferior al registrado en la década del '90 (+6,5% anual).

No obstante, hacia su interior se observaron importantes asimetrías: mientras los Productos básicos se expandieron al 7,0% anual entre 2003 y 2011, el dinamismo de los Semi-manufacturados y Manufacturados fue significativamente inferior (2,9% y 2,3% anual, respectivamente). Obviamente, **la incógnita era si el pronunciado atraso cambiario que existente en el período significaba un pesado lastre para las exportaciones no tradicionales.** Por cierto, **hacia finales de 2011 el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) de la economía brasileña se encontraba prácticamente en los mismos niveles que en las vísperas del salto devaluatorio de enero de 1999** que significó el fin del Plan Real.

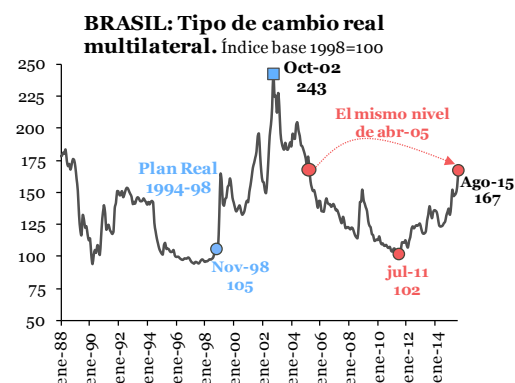
El fin del “súper Real” se produjo en septiembre de 2011, cuando el Banco Central Brasileño (BCB) inició el ciclo bajista en la tasa de interés de referencia Selic. Aun con ciertos vaivenes, **a partir de allí se produjo un fuerte proceso de recomposición del TCRM brasileño, que tomando**



Fuente: LCG en base IBGE



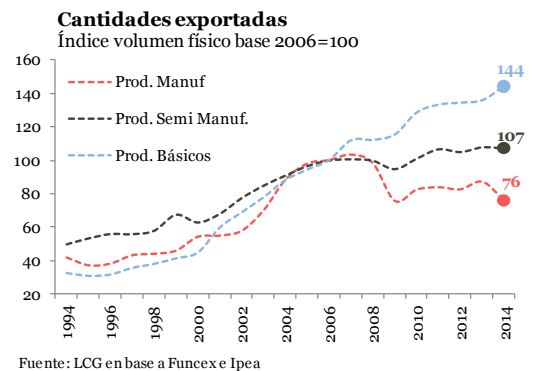
Fuente: LCG en base IBGE



Fuente: LCG en base a BCB

el dato de ago-15 acumula una mejora del 64%. Obviamente, las respuestas del sector productivo a las señales de precio no son inmediatas, pero transcurridos ya cuatro años desde el inicio del proceso devaluatorio del Real parece un tiempo más que prudencial para que las exportaciones no tradicionales pudieran despegar.

Sin embargo, sucedió exactamente lo contrario: las cantidades exportadas de Productos Manufacturados en 2014 resultaron 9,4% inferiores a las de 2011 (-3,2% anual) y las de Semi-manufacturados se mantuvieron estancadas en dicho período. De hecho, sólo las cantidades exportadas de Productos básicos mostraron crecimiento (+8,5% acumulado contra 2011), lo que permitió que las cantidades exportadas no cayeran en el período 2011-14, creciendo apenas al 0,3% anual. De hecho, las cantidades exportadas en 2014 se encuentran 1% por debajo del nivel existente en 2007, lo que pone a las claras la decepcionante evolución brasileña en materia exportadora³.



Cuando los anabólicos ya no tienen efecto

Pese al estancamiento de las cantidades exportadas, el *shock* positivo derivado de los precios internacionales de los *commodities* permitió financiar un enorme crecimiento de las importaciones, que medidas en términos per cápita alcanzaron un máximo en el 2011 (multiplicando por 2,5 el nivel del año 2003), y desde allí acumulan una caída del 28%. De hecho, es una reducción comparable a la registrada por las importa-



³ Las cantidades exportadas de manufacturas en 2014 son apenas superiores a las del año 2003.

ciones per cápita argentinas (excluyendo combustibles) luego de la implementación del cepo cambiario.

Sin embargo, el efecto combinado del estancamiento de las exportaciones y la caída en el precio internacional de los *commodities* provocó la evaporación del superávit comercial, que pasó de un superávit de US\$ 30.000 M en 2011 a un déficit de US\$ 4.000 M en 2014.

Lo que no deja de sorprender es que el abultado déficit intra-industrial no sólo no se redujo luego de la corrección cambiaria iniciada en 2011 sino que se **amplificó**. Así, la balanza comercial de Productos Manufacturados pasó de un superávit de US\$ 5.000 M en 2006 a un déficit de US\$ 92.000 M en 2011, y que tocó un máximo de US\$ 109.000 M en 2014. De hecho, esta dinámica sólo se pudo revertir en 2015 (el déficit intra-industrial se redujo 25% ia en 8M-15) a partir de la disparada del Real y de la contracción de la actividad económica, que provocó un derrumbe del 19% ia en las importaciones de Productos manufacturados (las exportaciones de dichos productos se redujeron 11% ia en lo que va de 2015).

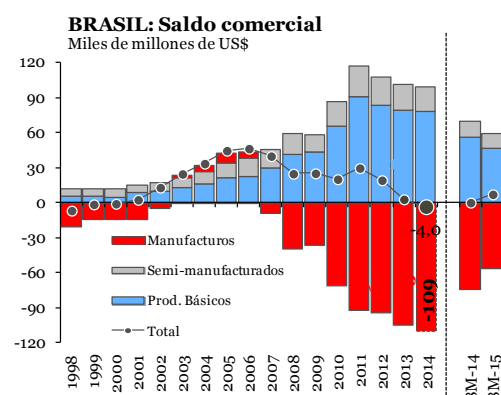
Si bien los problemas que viene sufriendo la Argentina desde 2011 (estancamiento económico, trabas a las importaciones, etc.) complicaron el panorama⁴, es evidente que **las dificultades de las exportaciones de manufacturas brasileñas no se debe únicamente a la caída de la demanda argentina**: los destinos de Europa y China acumulan una caída del 21% y 7%, respectivamente, contra el máximo de 2011.

El escaso dinamismo exportador y la pérdida progresiva del poder de compra de los salarios en dóla-

⁴ En el mejor momento (2011), Argentina absorbía el 21% del total de las exportaciones brasileñas de manufacturas, porcentaje que se redujo al 15% en 2014.

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar



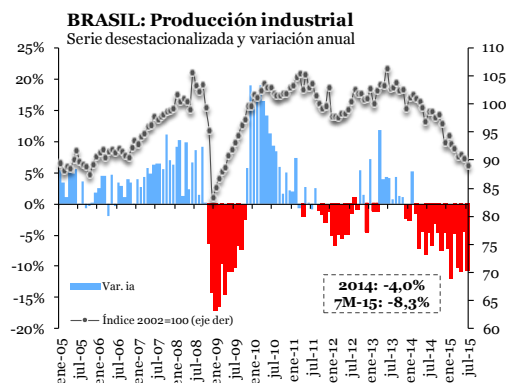
Fuente: LCG en base a SECEX

Exportaciones Industriales

En millones de US\$

Destinos	2011	2014	Var acum 2011-14	Participación en el total en %
Expo. Industriales	90.604	80.060	-12%	-
Argentina	19.024	12.292	-35%	21% / 15%
UE	17.203	13.672	-21%	19% / 17%
EEUU	14.317	17.450	22%	16% / 22%
China	3.476	3.232	-7%	4% / 4%
Otros	36.583	33.414	-9%	40% / 42%

Fuente: LCG en base a CEPAL



Fuente: LCG en base a IBGE

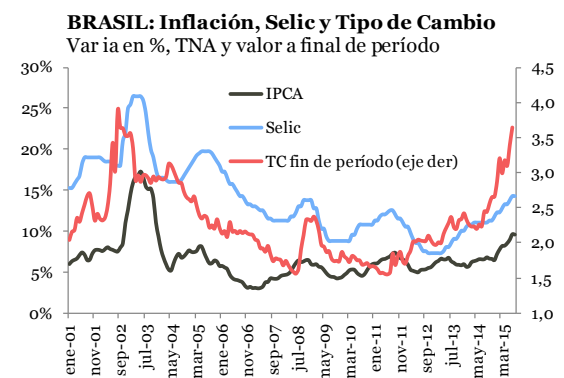
res impactaron de lleno sobre la actividad de la industria manufacturera. El índice desestacionalizado jamás pudo superar el máximo alcanzado en jun-08 previo a la crisis financiera internacional⁵, en lo que va de 2008 acumula una caída del 8,3% ia y se encuentra 13% por debajo del promedio del año 2011. De hecho, la industria manufacturera ha ido perdiendo participación de forma sostenida y hoy representa el 20% del PBI, 4 pp menos que en el año 1995.

Todas estas dudas estructurales con respecto a la solidez del proceso de crecimiento brasileño siempre estuvieron latentes, sólo que en la etapa de auge quedaban solapadas por el masivo ingreso de capitales desde el exterior y la percepción de que los precios internacionales de los *commodities* se iban a mantener en niveles muy elevados. Ahora bien, cuando el contexto externo empeoró y estos aspectos estructurales se volvieron insoslayables, se sumaron los problemas políticos internos, la aceleración inflacionaria y el pronunciado deterioro de la posición fiscal, lo que obviamente impactó de lleno sobre la confianza de los inversores y el flujo de ingreso de capitales al país.

Una tormenta perfecta

La llegada de Dilma Rousseff a la presidencia significó el fin del “súper real”. Meses después de haber asumido, y aprovechando la desaceleración de la inflación que tuvo lugar desde mediados de 2011, a fines de septiembre de aquel año inició un proceso bajista de la tasa de interés de referencia Selic desde 12,5% hasta un mínimo histórico de 7,25% en oct-12. Como era de esperar, en paralelo a este ciclo bajista el Real fue depreciándose progresi-

⁵ La única excepción fue en jun-13.



Fuente: LCG en base a Banco Central do Brasil

vamente, pasando del mínimo de R\$/US\$ 1,55 en julio a valores superiores a los R\$ 2 por dólar.

Si bien el traslado a precios de la depreciación fue muy moderado y la inflación se mantuvo relativamente estable en torno al 6% ia, las malas noticias empezaron a venir desde el exterior. Por lo pronto, el efecto combinado de la baja de la tasa de interés y la mayor incertidumbre con respecto al nivel del tipo de cambio impactaron directamente sobre el flujo de ingreso de inversiones de cartera del exterior: en el trienio 2012-14 promedió apenas el 2,7% del PBI, cuando en los mejores años había alcanzado el 5% del PBI. La caída en el ingreso de inversión de cartera desde el exterior no tuvo mayor efecto sobre el nivel de reservas ya que fue compensada con mayor inversión extranjera directa⁶, pero es claro que el efecto sobre el mercado cambiario es distinto.

En segundo lugar, después de haber un tocado un máximo en sep-11 (justamente el mes en el cual se inicia el ciclo bajista de la tasa Selic), los términos de intercambio fueron reduciéndose de la mano de la caída en los precios internacionales de los *commodities*, registrando a hoy una caída acumulada del 25%. El menor poder de compra de las exportaciones brasileñas hizo que en menos de dos años se evaporara el superávit comercial. Esta dinámica, sumada al notable incremento del déficit de la balanza de servicios reales, puso el foco de la atención en el déficit de cuenta corriente, que se duplicó en dos años pasando del 2% del PBI en 2012 al 4% del PBI en 2014.

La balanza de Servicios Reales mostró un notable incremento del déficit *post* crisis internacional, pasando de

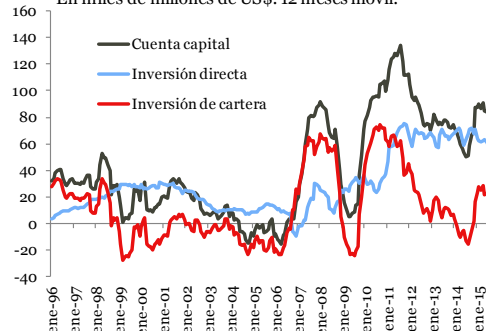
⁶ Más allá de la percepción generalizada de Brasil como un foco atractor de inversiones directas desde el exterior, debe destacarse que incluso en los años de mayores ingresos se ubicó por debajo del 3% del PBI, bastante lejos de los máximos alcanzados a finales de la década del '90.

labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar

Cuenta capital

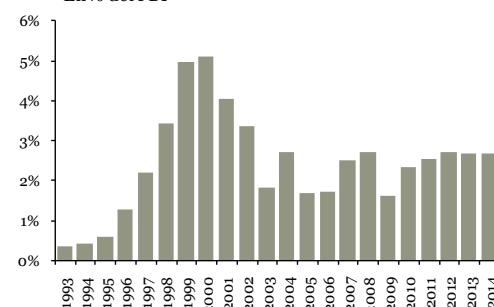
En miles de millones de US\$. 12 meses móvil.



Fuente: LCG en base a BCB

BRASIL: Inversión extranjera directa

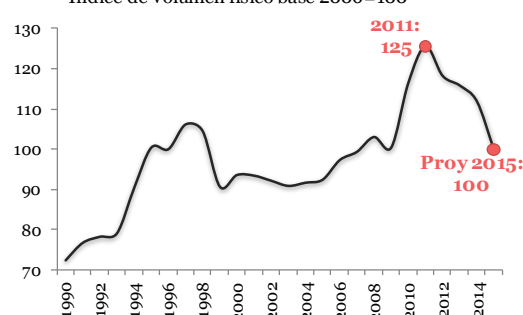
En % del PBI



Fuente: LCG en base a BCB

Brasil: terminos de intercambio.

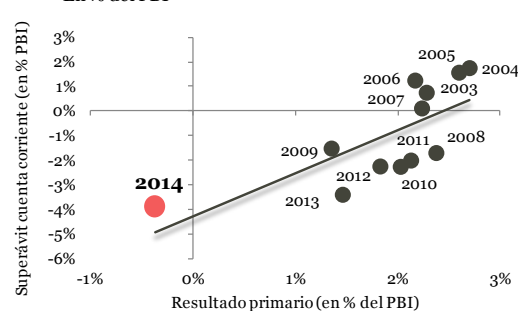
Índice de volumen físico base 2006=100



Fuente: LCG en base IBGE

Superávit gemelos

En % del PBI



Fuente: LCG en base a BCB y Tesouro

US\$ 19.000 M en 2009 a US\$ 49.000 M en 2014. Casi la mitad de este desbalance se explicó por el aumento de **los gastos de turismo de brasileños en el exterior, que pasaron de US\$ 11.000 M en 2009 a US\$ 25.600 M en 2014 (+133%).**

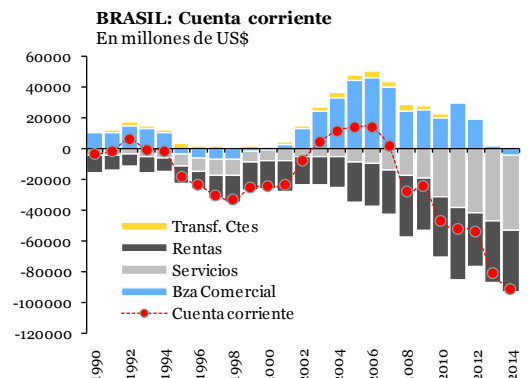
Precisamente cuando el sector externo empezó a generar dudas (caída de las exportaciones, aumento del déficit de cuenta corriente, menor ingreso de capitales, desaceleración de la economía china, fortalecimiento del dólar, etc), **el frente interno, tanto político como económico, se complejizó notablemente.** En materia electoral, un resultado incierto en las presidenciales obligó a Rousseff a sostener un ritmo de crecimiento del gasto público 10 pp por encima al de los ingresos, afectados a su vez por el parate de la actividad económica y las rebajas impositivas electorales. **Obviamente, el resultado fue un deterioro de la posición fiscal.**

A su vez, desde mediados de 2014 el tipo de cambio nominal aceleró el ritmo de depreciación. Aun cuando el *pass-through* se mantuvo bajo (ayudado también por el estancamiento de la actividad económica y la caída en los precios internacionales de los *commodities*), **la inflación comenzó a acelerarse.** De hecho, el principal factor explicativo de la aceleración inflacionaria se vinculó a la suba de precios regulados (dinámica que se exacerbó en 2015) y no a un exceso de demanda. **Pese a ello, la respuesta del BCB fue una nueva suba de las tasas de interés: desde sep-14 la tasa de referencia Selic acumula un incremento de 3,25 pp.**

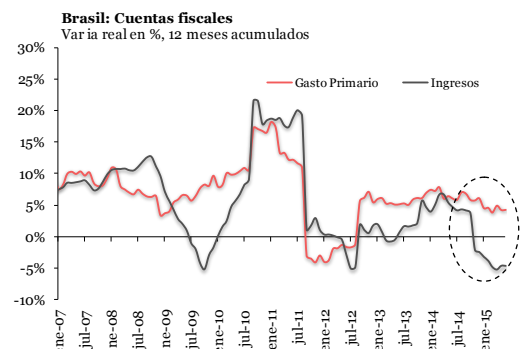
La suba de la tasa de interés tuvo un doble efecto sobre la economía brasileña. Con una actividad económica que ya venía estancada, **implicó un obstáculo adicional para la recuperación. Pero el principal problema vino por el lado fiscal:** dado que el 20% del total de la Deuda Pública del Gobierno Federal está indexada a la Selic, la

labourcapitalgrowth

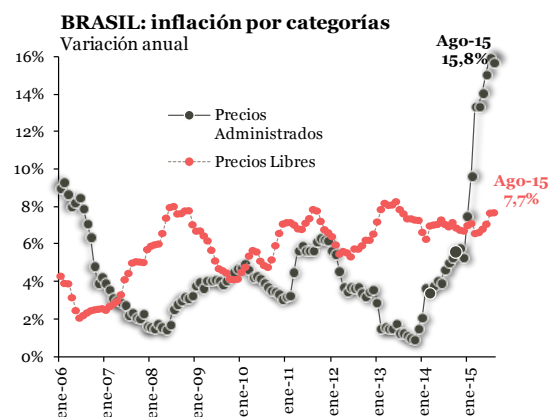
Costa Rica 4161 – CABA
(5411) 4862-8992
www.lcg.com.ar
contacto: info@lcg.com.ar



Fuente: LCG en base a BCB



Fuente: LCG en base a Sec. da Tesouro Nacional



Fuente: LCG en base a Banco Central do Brasil

Composición de la Deuda Pública Federal

En % del total

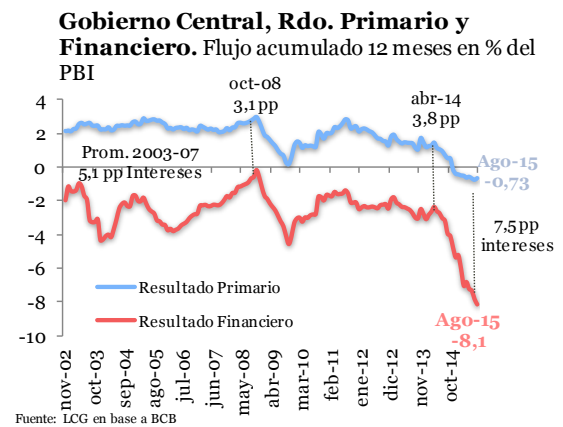
	2002	2012	Ago-15
Stock - Deuda Pública Federal (en R\$ MM)	893	2.008	2.686
Tasa Fija	12,7%	40,0%	41,6%
Indexada	11,3%	33,9%	32,0%
Tasa Variable	47,2%	21,7%	21,3%
En moneda ext.	28,8%	4,4%	5,1%
Maturity (años)	3,6	4,3	4,6
Deuda Corto Plazo (12 meses)	34,6%	24,4%	25,2%

Fuente: LCG en base a Tesouro

suba de la tasa de referencia tiene un impacto directo sobre la carga de los intereses. Si a ello agregamos que casi la mitad de la Deuda Pública que está a tasa fija es de muy corto plazo (el 43% vence antes del año), la renovación de dicha deuda con tasas más elevadas también implica mayores pagos de intereses. **El efecto combinado es realmente impactante: la carga por intereses del Gobierno Central se elevó 3,6 pp con respecto a ago-14, y actualmente representa nada menos que el 7,5% del PBI.**

A un contexto externo menos favorable que en el pasado reciente y al impacto de la suba de la tasa de interés sobre la economía doméstica se sumaron los problemas políticos domésticos. Una elección presidencial muy reñida, que obligó al gobierno de Rouseff a mantener una política fiscal muy expansiva en 2014, derivó en un discurso electoral centrado en el mantenimiento de las conquistas sociales alcanzadas en los últimos doce años. Precisamente en tiempos en los cuales la economía empezada a demandar una mayor austeridad y una corrección progresiva de los desequilibrios macroeconómicos acumulados. **La brecha entre las promesas de abundancia en la campaña,** que le permitieron ganar el balotaje por poco más de 3 pp, **y las decisiones de ajuste que tomó post elecciones impactaron directamente sobre la imagen presidencial.**

Con una economía que en 2014 cerró con déficit primario (0,6% del PBI) por primera vez desde el año 2001, Rouseff optó por dar un volantazo en materia de política económica y designar a un economista ortodoxo como Joaquim Levy al frente del Ministerio de Hacienda para intentar restablecer el equilibrio primario y dar una señal a los mercados financieros. Así, el nuevo ministro anunció distintos recortes de gastos, suba de tarifas (combustibles, electricidad, etc.) y eliminación de rebajas impositivas (como en el caso del Im-



puesto a los Productos Industrializados –IPI- sobre los automóviles) con el objetivo de alcanzar una meta de superávit primario del 1,2% del PBI en 2015.

Esta decisión de austeridad fiscal tuvo un triple efecto negativo sobre la economía: no logró revertir el déficit primario, no mejoró el humor de los mercados financieros y generó grietas en la coalición gobernante (no sólo hacia el interior del PT sino también en la relación con el principal socio político, el PMDB)⁷.

En materia fiscal se entró en un auténtico círculo vicioso. En un contexto de caída de la demanda, **las medidas de austeridad impactaron sobre la actividad económica y la recaudación, lo que obligó a Levy a ir corrigiendo sucesivamente a la baja la proyección de resultado primario para el 2015:** del 1,2% anunciado inicialmente se redujo al 0,15% del PBI, cuando el acumulado 12 meses a ago-15 muestra un déficit del 0,6% del PBI. Efecto que, como mencionamos anteriormente, se vio agravado por el impacto de la suba de la tasa Selic sobre el pago de intereses.

Se apodera la desconfianza

Las medidas de austeridad no lograron convencer a los mercados y finalmente en sep-15 la calificadora S&P rebajó la calificación crediticia quitándole el *investment grade*. Como consecuencia de ello, **el Real profundizó la desvalorización y pasó a ubicarse en torno a los R\$/US\$ 4.**



⁷ Partido del Movimento Democrático Brasileiro.

Más allá de que una corrección en materia fiscal era necesaria, lo que se discute es si el *timing* fue el más adecuado. Obviamente, con un déficit fiscal del gobierno federal que roza 8% del PBI, el margen de maniobra es acotado: ¿cuánto tiempo iban a estar dispuestos los mercados financieros a financiarlo?, ¿a qué tasa?

Por si el deterioro económico no fuera suficiente, la dinámica política entró en una crisis de magnitud a partir de las denuncias de corrupción en Petrobras, que involucran a ex directivos de la empresa, empresarios privados y referentes políticos de la coalición gobernante. Así, mientras el giro ortodoxo de la política económica de Rousseff con la designación de Levy provocó crujidos hacia el interior del PT, **las derivaciones del escándalo del petrolão tensaron fuertemente las relaciones políticas con los principales referentes del PMDB** (Eduardo Cunha y Renán Caleiros), que son los presidentes de las Cámaras de Diputados y Senadores, respectivamente.

Las promesas incumplidas de la campaña electoral, la caída de la actividad económica y las denuncias de corrupción pegaron de lleno en la imagen de la presidenta Rousseff: de acuerdo a las últimas encuestas, **menos del 10% de la población apoya su gestión**, el 70% la considera mala o muy mala, y **2 de cada 3 encuestados creen que debería afrontar un juicio político.**

Para tratar de enfrentar este complejo escenario, la última respuesta de Dilma fue la de abrir el gobierno a Lula: esta semana designó 10 nuevos ministros, de los cuales 3 fueron dirigentes del ex-presidente (incluyendo el cargo clave de Jefe de Gabinete). Obviamente, **la crisis política y la incertidumbre con respecto a la gobernabilidad representan un pesado lastre para la economía, máxime cuando todavía restan todavía más de tres años de mandato.**

Los paralelos con Argentina

La situación brasileña muestra algunos puntos de contacto con la Argentina: una gestión de más de una década que obtuvo conquistas sociales significativas pero que acumuló desequilibrios económicos, una elección presidencial reñida que obligó a promesas incompatibles con la situación de la macro, una sociedad a la espera del retorno del *boom* del consumo, un aumento ficticio del poder de compra de los salarios en dólares por el shock de términos de intercambio y el atraso cambiario, y una evolución decepcionante en materia de exportaciones no tradicionales.

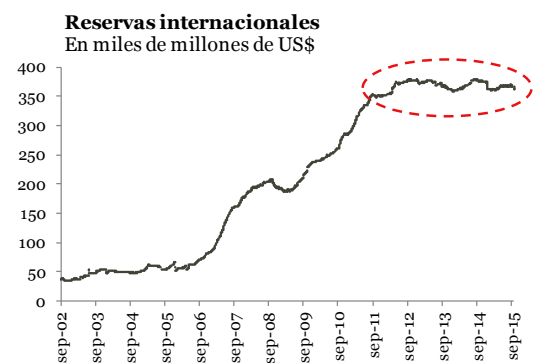
Ahora bien, **en el plano político los paralelismos desaparecen.** Pensando la Argentina del 2016, es probable que el sinceramiento de las variables macroeconómicas provoque desencanto en una sociedad que no se encuentra precisamente en modo “austeridad”. Pero en un escenario de continuidad del oficialismo, no parece nada factible un deterioro político como el que tuvo lugar con Rousseff. Obviamente, **en un eventual gobierno de Scioli las inevitables correcciones del rumbo económico podrán provocar tensiones con el kirchnerismo duro** (que retiene bloques parlamentarios significativos –entre el 15% y el 20% de ambas cámaras–pero sin poder de veto), **pero es de esperar que el peronismo se encolumne políticamente detrás del nuevo presidente.** Es decir, no existe ninguna comparación entre el funcionamiento del PMDB en la coalición gobernante en Brasil con el del PJ tradicional.

De hecho, en términos políticos la situación brasileña luce bastante más parecida a la Argentina de finales de la década del '90. Aun cuando desde el plano económico la situación es completamente distinta a la exis-

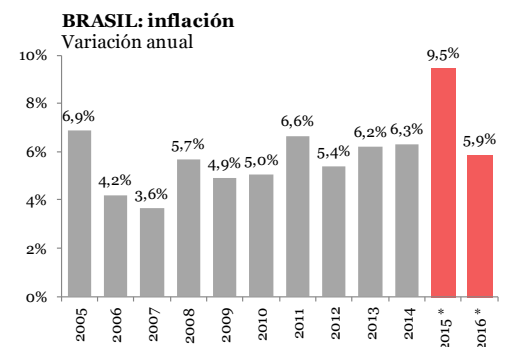
tente con Convertibilidad (flexibilidad cambiaria, altísimo nivel de reservas internacionales, muy baja participación de la deuda en dólares sobre el total del endeudamiento, mayores precios de *commodities*, tasas de interés en mínimos históricos, etc), la existencia de un gobierno muy debilitado políticamente, con varios años de mandato restante y una coalición gobernante en crisis resulta similar a la situación existente con la renuncia del vicepresidente Chacho Álvarez en oct-00. En aquella oportunidad, De la Rúa decidió replegarse sobre sí mismo, dejando al Frepaso afuera del gobierno e incapacitado de cerrar un acuerdo político con la principal figura del partido presidencial (Raúl Alfonsín). **La decisión de Rousseff de abrirle el gobierno a Lula es una estrategia muy distinta a la adoptada por De la Rúa en aquella oportunidad**, aunque nada garantiza que resulte exitosa (máxime teniendo en cuenta las imprevisibles derivaciones que puede tener el escándalo del *petrolão*, que también involucran a Lula).

En materia económica, el gobierno brasileño tiene todavía margen de maniobra para estabilizar la situación. Por lo pronto, **cuesta entender por qué el gobierno decidió no intervenir en el mercado cambiario para calmar la situación cuando se desató la corrida contra el Real** (de hecho, el salto devaluatorio se produjo prácticamente sin caída de reservas). Es probable que los objetivos de esta estrategia hayan sido esencialmente dos: dar señales contundentes al mercado de que la autoridad monetaria se siente más cómoda con un tipo de cambio depreciado, y generar incertidumbre cambiaria a futuro para evitar el atractivo del *carry-trade* derivado de los altísimos niveles de la tasa de interés.

En materia inflacionaria, la aceleración de 2015 está explicada casi en su totalidad por las subas implementadas en los precios regulados (principalmente combustibles y electricidad): de hecho, la expectativa de inflación del sector privado



Fuente: LCG en base a BCB



Fuente: LCG en base a Banco Central do Brasil

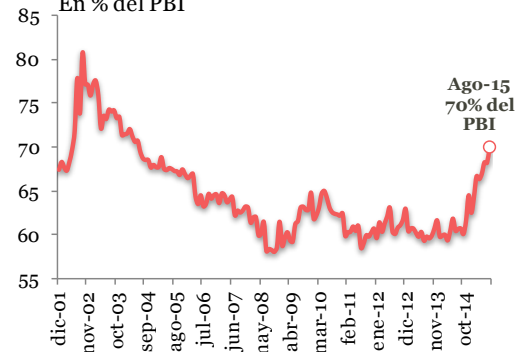
* Proyectado según relevamiento de estadísticas del BCB

para el 2016 se ubica por debajo del 6%. **En el plano financiero, una participación del 95% de la deuda en moneda doméstica brinda un enorme margen de maniobra**, a la vez que permite apelar a la emisión de deuda en dólares para financiar el desequilibrio fiscal, precisamente en momentos en el cual el dólar se ha apreciado fuertemente contra el Real.

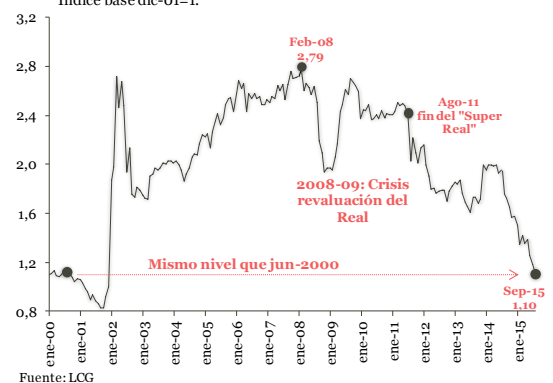
Si bien los aspectos estructurales que mencionamos más arriba le ponen un piso bajo a la eventual recuperación de la actividad, lo cierto es que la política económica cuenta con herramientas para estabilizar la situación macroeconómica y evitar una mayor desvalorización del Real. Pero es evidente que la marcha de la economía estará completamente supeditada a lo que suceda con la crisis política que afecta al gobierno de Rousseff. **De hecho, de acuerdo al relevamiento del BCB el sector privado espera una contracción adicional del PBI del 1,0% en 2016.**

Siendo Brasil el principal destino de nuestras exportaciones industriales (absorbe el 42% del total de las exportaciones MOI), **el efecto combinado de recesión y devaluación significa una complicación adicional para la economía argentina de cara al 2016.** El TCR bilateral contra Brasil se ubica apenas 10% por encima de dic-01 y en los mismos niveles que a mediados del 2000. El comercio total bilateral se redujo 16% ya en 8M-15 y se encuentra 38% por debajo de los niveles de 2011. Si el gobierno argentino no corrige el atraso cambiario en 2016, deberá intensificar las trabas comerciales para evitar un ingreso masivo de productos brasileños. ¿Saldrá indemne el Mercosur de los problemas económicos que afectan a las dos principales economías del bloque?

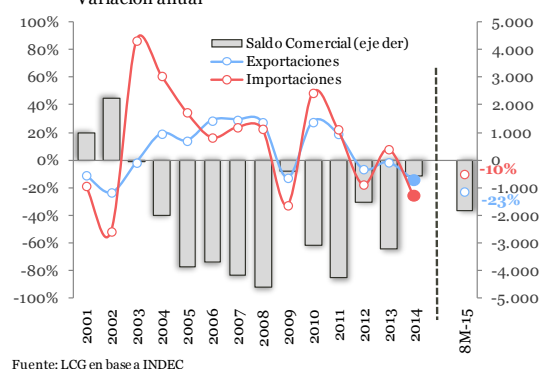
Deuda Bruta del Gobierno General.
En % del PBI



Tipo de cambio real bilateral con Brasil
Índice base dic-01=1.



Comercio bilateral con Brasil
Variación anual



Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.



labourcapitalgrowth

Costa Rica 4161 - CABA
(5411) 4862-8992
www.lcgsa.com.ar
contacto: info@lcgsa.com.ar