

BRASIL

2003 y 2015: ajustes similares, tiempos diferentes

Enestor Dos Santos

- Las señales sugieren que, tal como se hizo en el primer año de gobierno del presidente Lula en 2003, el primer año del segundo gobierno de la presidenta Dilma Rousseff será marcado por un ajuste ortodoxo de la política económica, con el fin de recuperar la confianza y afrontar el riesgo de desestabilización de la economía. A pesar de que el entorno interno era más desafiante en 2003, el ajuste actual puede –al menos en su inicio– resultar poco convincente debido a la adopción de un conjunto de políticas muy distinto en el gobierno inicial de la presidenta Dilma Rousseff.
- Lo más probable es que también en 2015 a la apuesta por la ortodoxia contribuyan tanto la política monetaria como la política fiscal. En comparación con el ajuste anterior, el actual se basará más en la parte fiscal y menos en la monetaria. Sin embargo, todavía no queda del todo claro que el apoyo político al ajuste actualmente en marcha sea tan fuerte como fue en 2003. Además, es probable que el avance en la adopción de reformas económicas que se observó en aquel momento no se repita ahora.
- Pese a los rasgos compartidos de ambos ajustes, y la posibilidad de que, tal como en 2003, se logre ahora recuperar parte de la credibilidad perdida, el entorno global y algunas peculiaridades internas no deben posibilitar que la actividad brasileña tenga un desempeño tan positivo en los próximos años como en los años que se siguieron el ajuste adoptado al inicio del primer gobierno del presidente Lula.
- Si el ajuste adoptado en el 2003 posibilitó al país crecer de forma robusta apoyado por la emergencia de China y el tirón de las materias primas, el posible ajuste en 2015 debería permitir que el país pueda afrontar con algún margen de maniobra las turbulencias relacionadas a la moderación de la principal economía asiática y a la normalización de la política monetaria en EE.UU., pero no un crecimiento tan fuerte como en la década anterior.

1. El probable ajuste de 2015

El primer año del segundo gobierno de la presidenta Dilma Rousseff estará probablemente marcado por un ajuste ortodoxo de la política económica que, en nuestra opinión, se hace necesario debido a la necesidad de recuperar la credibilidad de la política económica, el deterioro fiscal reciente, el miedo a perder el grado de inversión y la aún elevada inflación.

Pese a que el discurso de la presidenta Dilma Rousseff no apuntara en esta dirección hasta hace unos pocos meses, en especial durante los meses que antecedieron las elecciones de octubre en la salió victoriosa, ya existen muchas señales que respaldan la visión de que el gobierno efectivamente adoptará dicho ajuste ortodoxo. Por un lado, pocos días tras las elecciones el Banco Central de Brasil (BCB) inició un nuevo ciclo alcista, que debe continuar en los primeros meses de 2015, con la renovada intención de hacer que la inflación converja al objetivo central de 4,5%. Por otro lado, en el entorno fiscal, el recién-nombrado ministro de hacienda Joaquim Levy, de perfil técnico y ortodoxo, ya ha comunicado su idea de adoptar un objetivo de superávit primario creíble y coherente con la reversión de la tendencia alcista de la deuda pública. Para ello ha establecido objetivos de superávit primario para el sector público de 1,2% del PIB en 2015 y “al menos” 2,0% en 2016 y 2017, que en la práctica representarían una reversión del tono expansivo de la política fiscal en los años anteriores, especialmente en 2014 cuando el resultado primario debe ser de aproximadamente 0%. Asimismo, parece probable tras los anuncios recientes que también habrá una reversión de la política de expansión del crédito público utilizada en el pasado reciente.

A pesar de todas las señales recientes, hay todavía dudas sobre si el próximo ajuste de la política económica tendrá el necesario respaldo del gobierno, en un entorno político menos favorable debido al estrecho margen obtenido por la presidenta reelecta sobre el candidato de la oposición Aécio Neves en las elecciones en octubre y por el potencialmente muy elevado impacto del reciente escándalo de corrupción involucrando a Petrobras y a muchas de las principales constructoras del país.

Este no es el primer intento de aumentar la confianza en el país a través de una apuesta por un conjunto de políticas económicas más ortodoxas, en un entorno caracterizado por la debilidad de la actividad económica y riesgos crecientes. Algo similar ocurrió en 2003, el primer año del primer gobierno del presidente Lula. A continuación describiremos este ajuste adoptado hace más de una década, con el objetivo de poner en contexto y analizar el ajuste actual.

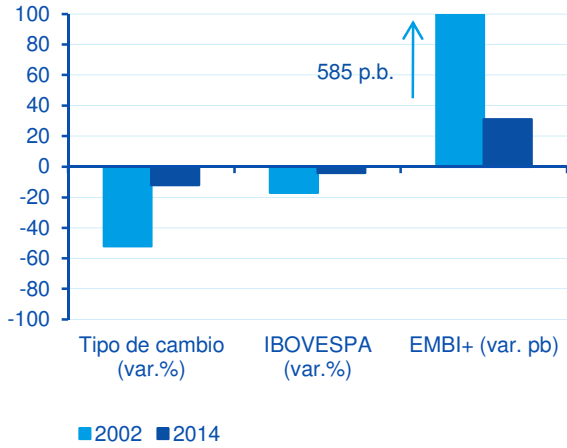
2. El exitoso ajuste de 2003

La gran incertidumbre con respecto a la llegada de Lula da Silva a la presidencia del país a partir del 2003, el entorno externo desfavorable marcado por la crisis en Argentina y el bajo crecimiento global (2.6%), el riesgo de insolvencia del sector público, entre otros factores, impusieron importantes pérdidas a los activos financieros brasileños el año de 2002 (Gráfico 1). El real brasileño se depreció 52% a lo largo del año, cerrando el período en 3,5 por dólar (5,3 reales por dólar a precios actuales). El índice de la bolsa de valores de Sao Paulo, el IBOVESPA, cayó un 17%. De manera similar, el diferencial soberano aumentó 585 p.b., situándose en 1446 p.b. al cierre de 2002. Finalmente, el año de 2002 fue marcado por revisiones a la baja de la nota de Brasil por las principales agencias de riesgo¹.

La fuerte depreciación del real ayudó a elevar aún más la deuda pública, en buena parte denominada en dólares, y a la inflación que al cierre de aquel año alcanzaron, respectivamente, el 77% del PIB y el 12,5%, en comparación con 68% y 7,7% un año antes (Gráfico 2). La escalada de la inflación obligó el BCB a subir los tipos de interés de referencia desde el 19% hasta el 25% a lo largo de 2002, con un impacto negativo sobre la deuda pública y la actividad económica (la demanda interna creció tan solo el 0,5% y la inversión cayó el 5,2%), que complicaban aún más el cuadro económico interno.

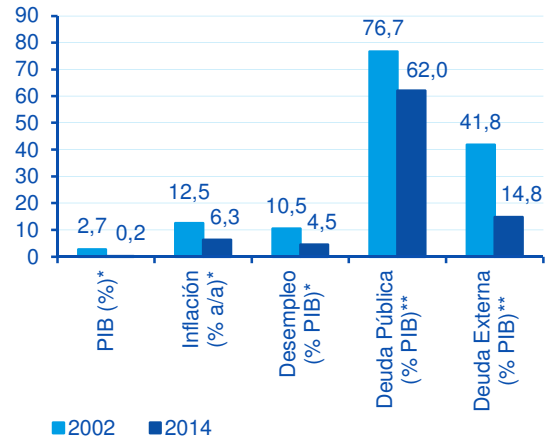
1: Al cierre del año la nota de Brasil era de B+ según S&P, B según Fitch y B2 según Moody's.

Gráfico 1
Indicadores financieros seleccionados, 2002 y 2014*



* En 2014, datos hasta el día 10 de diciembre.
Fuente: IBCB, Datastream y BBVA Research

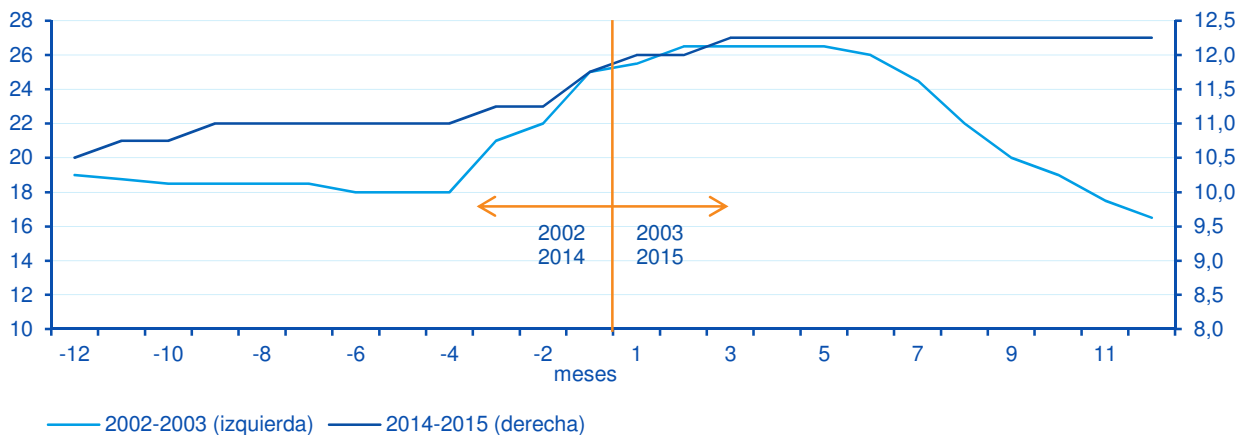
Gráfico 2
Indicadores macro seleccionados, 2002 y 2014



* Previsiones para 2014. ** Último dato disponible para 2014.
Fuente: IBCB, Datastream y BBVA Research

Para afrontar este escenario, mucho más complicado que el actual debido al relevante riesgo de insolvencia del sector público en aquel momento (Gráfico 2) y la incertidumbre sobre la política económica, el presidente Lula, victorioso en las elecciones de octubre, decidió adoptar una política ortodoxa para intentar rescatar la credibilidad del país, en parte reducida por los riesgos que su elección representaba. Entre otras medidas, los tipos de interés fueron ajustados al alza en el inicio de su gobierno en 2003 y la política fiscal permaneció comprometida con los elevados objetivos fiscales. Con respecto a lo último, como símbolo de su compromiso con la solvencia del sector público el gobierno decidió aumentar el objetivo de superávit primario para 2003 desde 3,75% hasta 4,25% del PIB, en el marco del acuerdo que el país tenía con el FMI a través del cual el órgano facilitaba financiación en dólares al país en aquel momento.

Gráfico 3
Tipos de interés SELIC (%), datos mensuales para 2002-03 y 2014-15 (enero 2003 y enero 2015 equivalen al mes cero)*



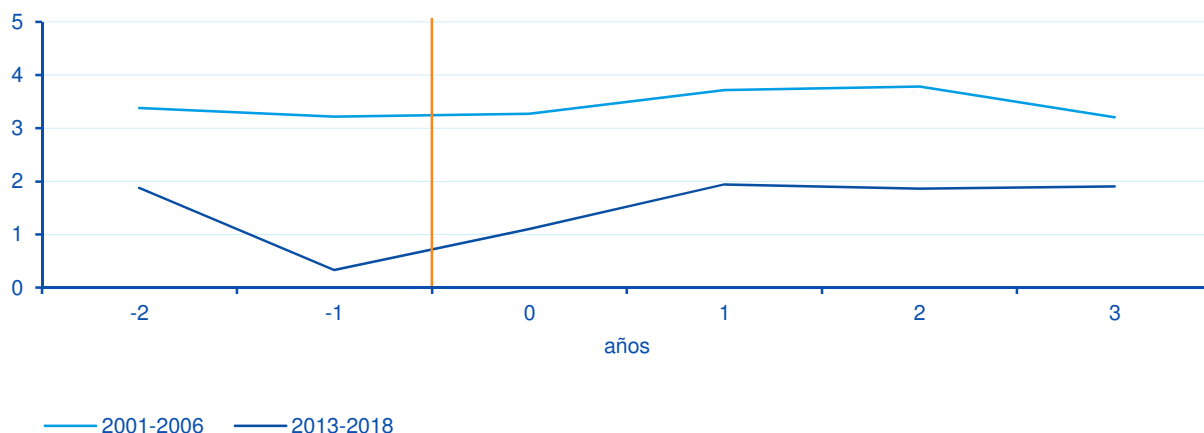
* Previsiones para 2015.
Fuente: BCB y BBVA Research

Con respecto a la política monetaria, en ambos períodos el ajuste del SELIC empezó al final de los gobiernos anteriores. Dicho ajuste continuó en el primer año del gobierno de Lula y debe continuar en el primer año del segundo gobierno de Dilma Rousseff. Si se concretan nuestras previsiones de que el SELIC se establezca en 2015 en 12,25 tras aumentos al inicio del año, el ajuste monetario habrá sido más fuerte ahora que antes. En todo caso, en 2003 la ganancia de credibilidad obtenida al inicio del año incluso permitió una caída de los tipos al final del período, algo que creemos no va pasar el 2015 (Gráfico 3), en gran parte por el entorno internacional poco favorable (véase la sección 3, para más detalles).

En cuanto a la política fiscal, el ajuste implícito en los objetivos recientemente anunciados (1,2% del PIB en 2015 y al menos 2,0% en 2016 y 2017) es más significativo que el implementado al inicio del gobierno de Lula. El actual implica un esfuerzo fiscal mayor a partir de 2015 tras el deterioro observado en el pasado reciente (Gráfico 4)². Además, el próximo ajuste fiscal afronta mayores restricciones presupuestarias por la difícil reversibilidad de las medidas de incentivo fiscal adoptadas en los últimos años, la obligatoriedad de conceder un ajuste del salario mínimo –que impacta negativamente las cuentas públicas– de alrededor de 2,5% en términos reales en 2015 y el impacto del muy bajo crecimiento en 2014 sobre los ingresos públicos (en 2003 el PIB creció el 2,7%). Asimismo, hay que destacar que los superávits primarios serán muy inferiores en los próximos años que durante la década anterior. Esto es consecuencia del muy bajo nivel de arranque en la actualidad –superávit de aproximadamente 0% en 2014– y también de la mejor situación en términos de solvencia pública (deuda más baja y menores gastos con interés), que requiere superávits más bajos para garantizar una trayectoria sostenible.

Gráfico 4

Superávit primario (% del PIB), datos anuales para 2001-2006 y 2013-18 (2003 y 2015 equivalen al año cero)*



* Previsiones para 2015, 2016 y 2017
Fuente: BCB y BBVA Research

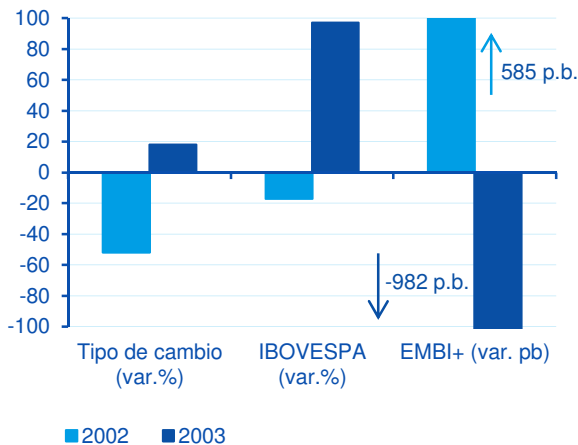
Además del ajuste de las políticas macroeconómicas, el primer año del gobierno de Lula también se caracterizó por la adopción de importantes reformas económicas - la primera etapa de la reforma de la previsión social y la primera fase de la reforma fiscal. Por el poco margen de maniobra política que tendrá el segundo gobierno de la presidenta Dilma Rousseff, entre otros factores, no prevemos avances similares en la agenda de reformas en el futuro cercano.

En 2003, a la medida que los hechos comprobaban que la política económica bajo Lula seguiría las líneas ortodoxas generales de la política adoptada en los años anteriores en el gobierno de Fernando Henrique

2: Los datos usados en el Gráfico 4 corresponden a serie actual oficial divulgada por el BCB para el superávit primario. Ha pasado por ajustes metodológicos e incorpora revisiones de los datos fiscales y de las cuentas nacionales, en comparación con la serie utilizada en 2003. Por este motivo, el superávit primario de 2003 es, de acuerdo con la serie actual, inferior a 4% a pesar de que en aquel año el objetivo de 4,25% haya sido alcanzado de acuerdo con la serie usada en la época.

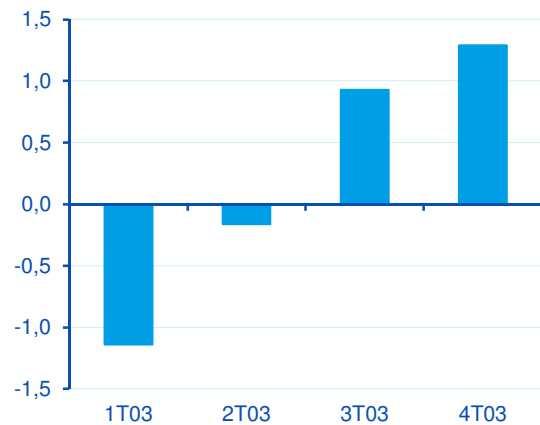
Cardoso, el país recuperaba su credibilidad, permitiendo que los indicadores financieros y macroeconómicos señalasen una recuperación de la economía.

Gráfico 5
Indicadores financieros seleccionados, 2002 y 2003



Fuente: BCB, Datastream y BBVA Research

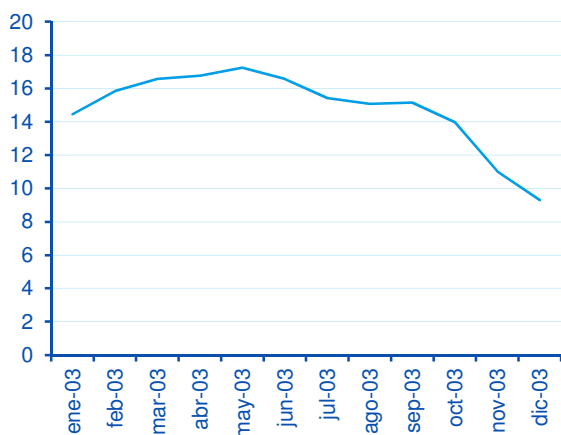
Gráfico 6
Crecimiento del PIB en los cuatro trimestres de 2003 (%t/t)



Fuente: BCB y BBVA Research

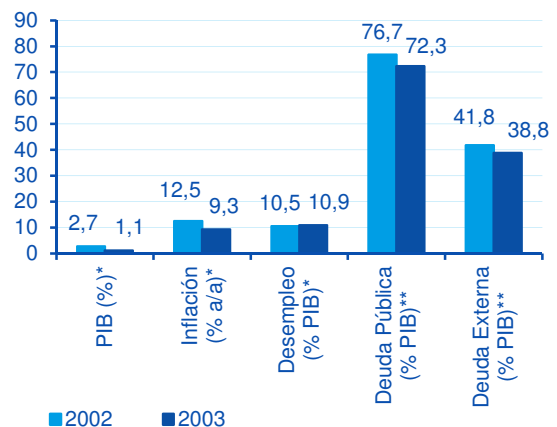
En concreto, a lo largo de 2003 el real brasileño se apreció hasta 2,89 por dólar, borrando parte importante de la depreciación acumulada el año anterior. La recuperación también se reflejó en la bolsa de valores de Sao Paulo (+97%) y en el diferencial soberano (-982 p.b.). Por otro lado, la actividad económica y la inflación presentaron una tendencia positiva a lo largo del año y el país cerró 2003 con mejores indicadores fiscales y externos de los que exhibía al inicio del período (Gráficos 6, 7 y 8).

Gráfico 7
Inflación en 2003 (% a/a)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 8
Indicadores macro seleccionados, 2002 y 2003



Fuente: BCB y BBVA Research

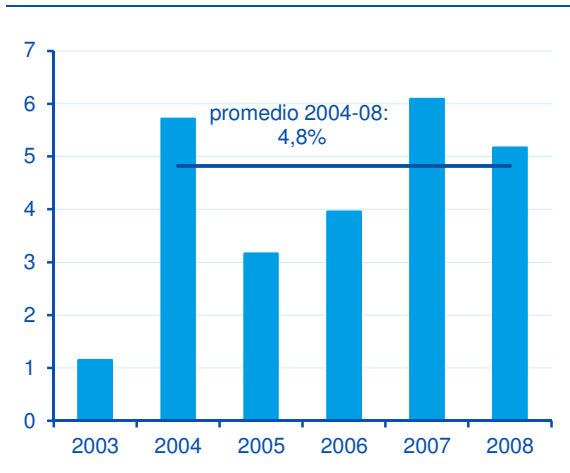
Por tanto, ya en 2003 se percibía algo que se confirmaría a lo largo de los siguientes años (véase la sección 3): el plan de ajuste de la política económica adoptado por el gobierno del presidente Lula había funcionado.

3. 2003 y 2015: tiempos distintos

El rescate de la credibilidad del país a través del ajuste de las principales políticas económicas en 2003 ha sido fundamental para evitar la desestabilización de la economía y para preparar el país para un nuevo ciclo de crecimiento que efectivamente se manifestó en los años siguientes.

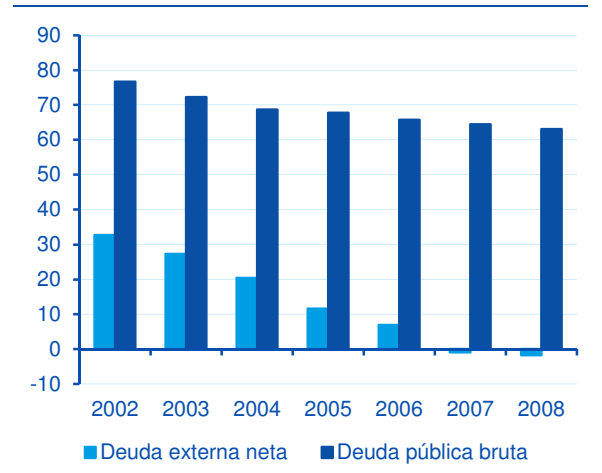
Efectivamente, la economía brasileña inició el 2003 un período único en términos de crecimiento (Gráfico 9). A la vez, los indicadores de solvencia externa e interna, entre otros, presentaron una trayectoria muy positiva a partir de dicho año (Gráfico 10).

Gráfico 9
Crecimiento del PIB de Brasil a partir de 2003 (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 10
Deuda pública bruta y deuda externa neta brasileñas a partir de 2003 (% PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Sin embargo, aunque el ajuste que se está poniendo en marcha en estos momentos logre recibir el apoyo político necesario a lo largo del tiempo y resulte exitoso – algo que vemos posible –, no es probable que en los próximos años el PIB repunte con la fuerza que lo hizo a partir de 2003 y los indicadores de solvencia mejoren como lo hicieron tras el ajuste anterior.

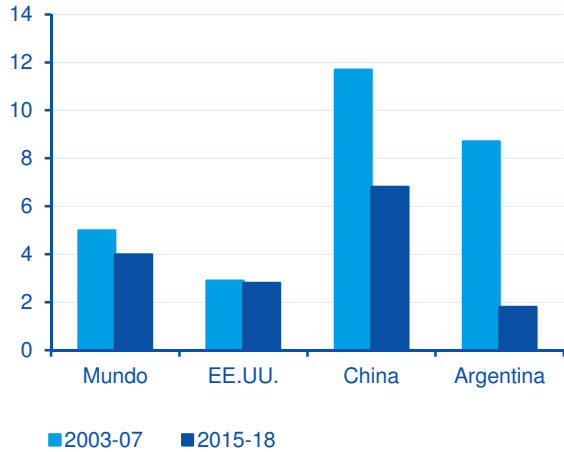
En nuestra opinión, el rescate de la credibilidad del país a través del ajuste de la política económica puede evitar un escenario de recesión económica y aumento de riesgo de insolvencia. Aun así, lo más probable es que tras dicho ajuste la economía brasileña crezca no mucho más de 2% tras mantenerse prácticamente estancada en 2015. En este escenario de crecimiento económico y superávits primarios relativamente bajos, lo más probable es que la deuda pública, que en el momento es de 62% del PIB, siga aumentando ligeramente en el corto plazo y luego se estabilice a partir de 2016 o 2017.

Lo que explica la diferencia entre el desempeño post 2003 y nuestras expectativas para el post 2015 no es tanto el ajuste, a pesar de que puede resultar más contractivo que el anterior, sino más el entorno internacional, además de algunas barreras al crecimiento internas.

Con respecto al entorno internacional, el crecimiento de la economía mundial no debe ser tan robusto en los próximos como fue a partir de 2003. En particular, ni Estados Unidos, ni China y ni Argentina crecerán tanto en el futuro cercano como lo hicieron hace algunos años (Gráfico 11).

Relacionado a lo anterior, estimamos que los términos de intercambio de Brasil caerán gradualmente a lo largo de los próximos años, en contraste con la trayectoria alcista exhibida a partir de 2003 (Gráfico 12).

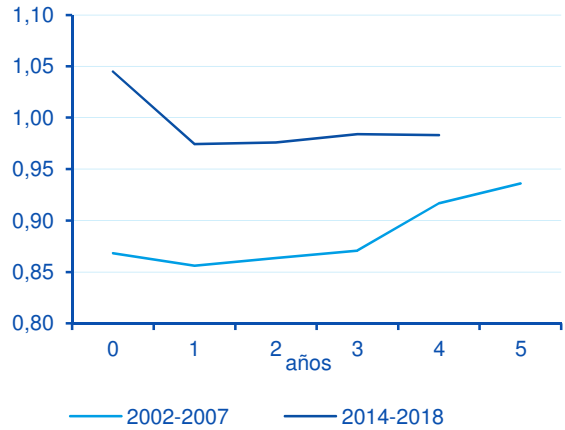
Gráfico 11
Crecimiento del PIB (%)*



* 2015-18: previsiones de BBVA Research.

Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 12
Términos de intercambio (índice 1997 = 1), datos anuales (2002 y 2014 equivalen al año cero)*

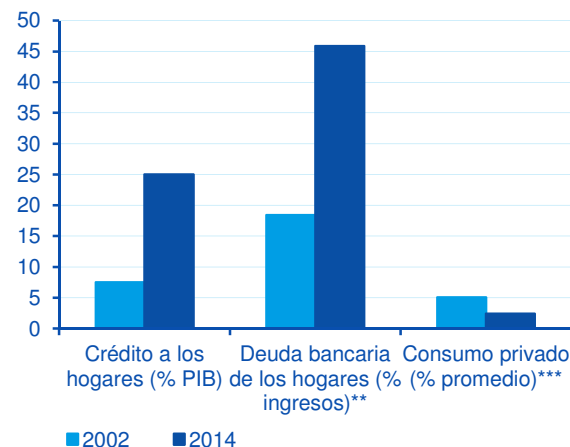


* 2015-18: previsiones de BBVA Research.

Fuente: BCB y BBVA Research

En el año del ajuste anterior, 2003, la Fed recortó marginalmente, de 1,25 p.p. a 1.0 p.p. sus ya bajos tipos de interés, aunque a la continuidad, entre 2004 y 2006, los subió hasta el 5,25 p.p. En contraste con el primer año del ajuste anterior, en 2015 se espera que la Fed empiece a subir los tipos de interés. En todo caso, la próxima subida de los tipos puede –más que en el pasado- ser una fuente de turbulencia, por la excepcionalidad del relajamiento monetario adoptado tras la crisis del 2008, que hará también excepcional la normalización de la política monetaria en los próximos años.

Gráfico 13
Indicadores de crédito a los hogares y consumo privado*



* 2002: datos a fin de período. 2014: último dato disponible. ** El dato de deuda bancaria de 2002 es el de 2005, primera observación de la serie disponible. *** El dato para 2002 corresponde al crecimiento promedio entre 2004 y 2008. El dato para 2014, al crecimiento promedio esperado entre 2016 y 2018.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 14
Tipo de cambio efectivo real y ratio tipo de cambio / salarios (índices jun 94 = 100)



Fuente: BCB y BBVA Research

Pese a que entorno macroeconómico era más complejo en el 2002-03 de lo que es actualmente – lo que bajo una perspectiva distinta significa que el espacio para mejorar era mayor que ahora -, hay al menos dos factores que hoy en día limitan de manera más significativa el potencial de crecimiento en los próximos años: el “agotamiento” del consumo privado y la baja competitividad de la economía.

Con respecto al consumo privado, que en 2002-03 representaba poco menos de dos tercios del PIB y ahora un poco más que dicho nivel, el apalancamiento de los hogares y la baja tasa de desempleo hacen muy poco probable que el consumo privado crezca en los próximos años como creció a partir de 2004 (Gráficos 2 y 13).

En cuanto a la competitividad, la situación actual es más difícil, no sólo por el fuerte crecimiento reciente de los costes laborales en comparación con la productividad, pero principalmente por la fuerte apreciación reciente del tipo de cambio (Gráfico 14).

4. Conclusión

La apuesta por una política económica ortodoxa ayudó al gobierno entrante del presidente Lula da Silva a rescatar la credibilidad del país en 2003, de manera similar a lo que aparentemente pretende hacer la presidenta Dilma Rousseff al inicio de su segundo gobierno en 2015. Los riesgos macroeconómicos y la incertidumbre eran mayores al inicio de la década anterior, pero la apuesta actual por la ortodoxia puede resultar menos convincente debido a la adopción de un conjunto de políticas muy distinto en el gobierno inicial de la presidenta Dilma Rousseff. Asimismo, el ejemplo anterior muestra que, si cuenta con el necesario apoyo político y se adopta como una solución permanente y no apenas temporal, el próximo ajuste puede ser tan exitoso como fue el del presidente Lula. Sin embargo, la apuesta por la ortodoxia en el 2003 fue reforzada por la adopción de una agenda de reformas económicas, algo deseable ahora, pero que poco probablemente vaya a ocurrir en el segundo mandato de la presidenta Dilma Rousseff. En todo caso, aunque los cambios en la gestión de la política económica logren recuperar la credibilidad del país, no esperamos que puedan desencadenar un crecimiento tan robusto como el observado a partir de 2003. Si bien los ajustes pueden ser similares, el entorno internacional será mucho menos favorable ahora.

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.