



NOVIEMBRE - DICIEMBRE 2024

INFORME BIMENSUAL DE ECONOMÍA:

¿POR QUÉ ESTÁ BARATO EL REAL? ANÁLISIS
DE LA COYUNTURA DE BRASIL Y SU
IMPACTO EN LA ARGENTINA

OCIPLEX

INTRODUCCIÓN

A lo largo de las últimas semanas, la situación de la economía de Brasil ha captado la atención de los analistas y la opinión pública. Particularmente, se ha hecho énfasis en la depreciación de la moneda de nuestro país vecino (el real brasileño) respecto al dólar norteamericano, en un contexto en el que el peso argentino se ha ido apreciando, producto de la política cambiaria sostenida por el gobierno de Javier Milei. Este escenario es de interés no sólo para entender algunos aspectos relativos a la coyuntura económica de la principal potencia en América Latina, sino por sus potenciales impactos en relación a la economía argentina.

En el último informe bimensual de economía de OCIPEX de este año desarrollaremos los principales aspectos que permiten entender el desempeño de la economía brasileña en estos últimos meses.



LA DEVALUACIÓN DEL REAL Y EL ESCENARIO FISCAL

Durante las últimas semanas el real brasileño (R\$) tuvo un performance especialmente débil. Los temores del mercado acerca del desempeño fiscal futuro llevaron a que el dólar supere el precio nominal de R\$6. Esto supone que a lo largo del año Brasil ha acumulado una depreciación de su moneda del 24%. Detrás de esta situación se encuentra el resultado fiscal obtenido a partir de 2023, el cual se ha caracterizado por un incremento del gasto público por encima de lo recaudado, situación que se ha visto agudizada por los efectos generados por la victoria de Donald Trump sobre la economía de Brasil.

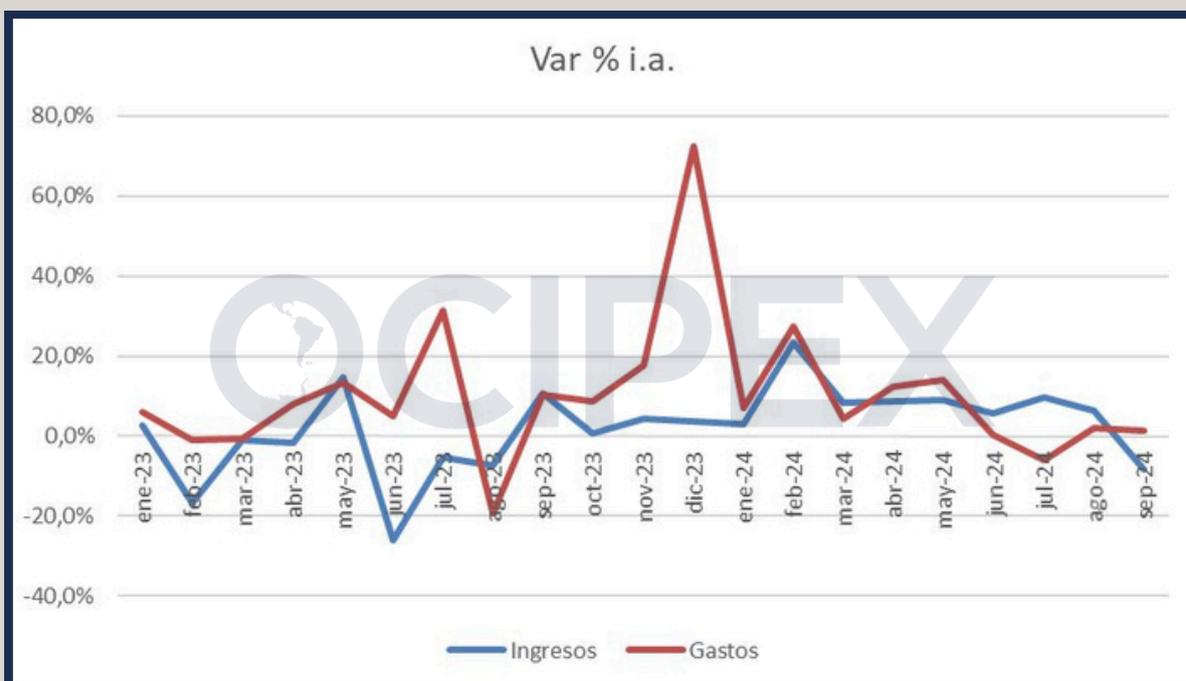
En cuanto al primer punto, en abril del 2023 el gobierno de Brasil logró aprobar una nueva regla fiscal para reemplazar el rígido “Techo de Gastos”¹, que pone un límite al gasto público, por el nuevo “Arcabouço Fiscal” que proponía un sendero para el resultado fiscal primario², con las metas fijadas en 0%, 0,5% y 1% del PIB para los años 2024, 2025 y 2026, respectivamente.

¹ El “Teto de Gastos” fue implementado a partir de 2016, como una iniciativa del gobierno neoliberal de Michel Temer. Con el objetivo de reducir el déficit fiscal y dar mayor credibilidad al esquema de gastos públicos, establecía que estos últimos no podían crecer por encima del nivel inflacionario del año anterior. De inspiración ortodoxa, la regla tuvo como efecto secundario la rigidez y limitación sobre las inversiones realizadas en algunas áreas claves, como infraestructura, salud y educación, y ha restringido el crecimiento de la economía brasileña, además de la capacidad de respuesta estatal ante los diversos contextos socioeconómicos críticos de los últimos años.

² El sendero para el resultado fiscal primario tenía una meta en términos del PBI y bandas de confianza en exceso o defecto de 0,25 p.p.

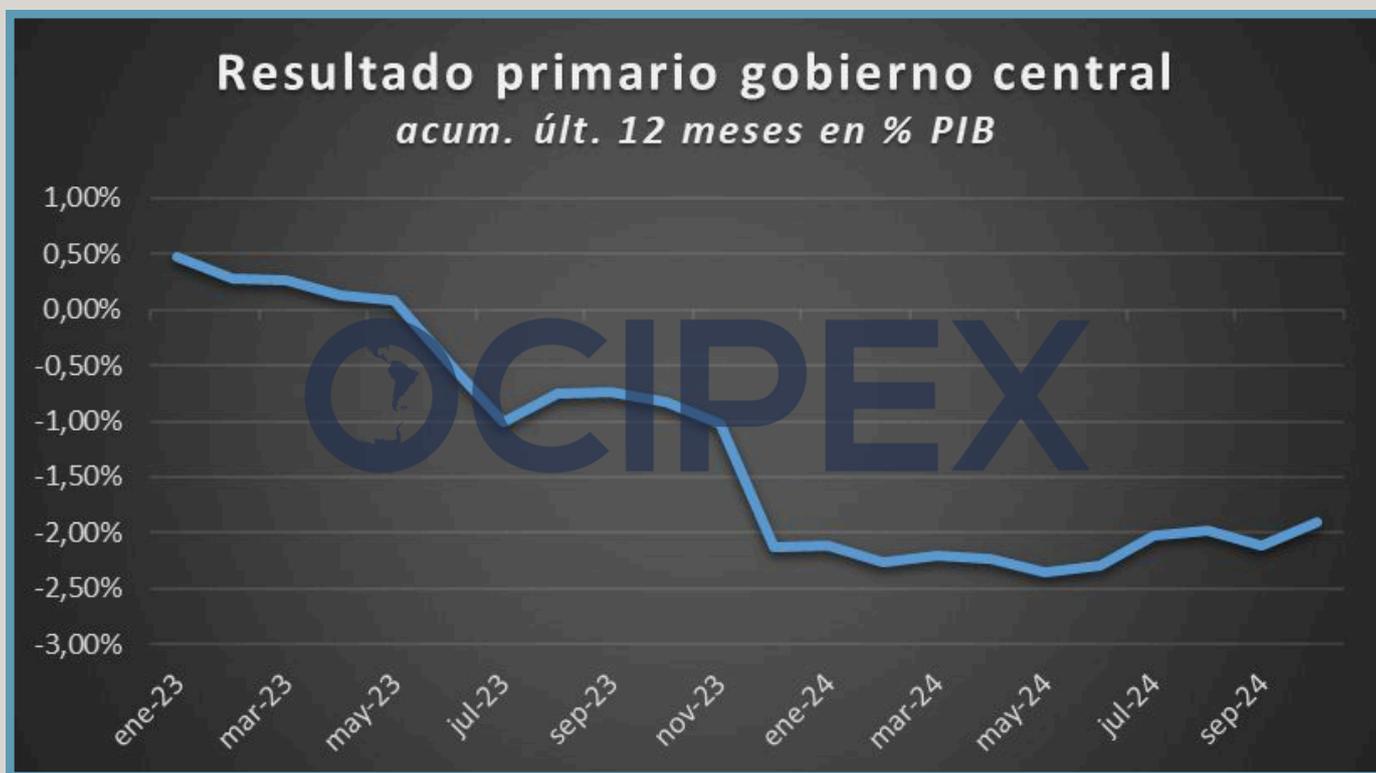
Además, se supeditaba el crecimiento de los gastos para el año siguiente al cumplimiento de la regla fiscal. En el caso de que se cumpliera la regla, los gastos reales del año siguiente podrían aumentar hasta un 70% del crecimiento de los ingresos reales del año anterior, con un tope de incremento real de 2,5% interanual (i.a.). Mientras que en el caso de que no se cumpla la regla, los gastos podrán incrementarse en hasta un 50% del crecimiento de los ingresos reales del año anterior, fijando un crecimiento mínimo real del 0,6% i.a

La desconfianza del mercado aparece cuando hacia finales del año pasado comienza a deteriorarse el panorama fiscal. Esto se debe a que el incremento de la recaudación fue menor al incremento en los gastos, tal como se puede observar en el gráfico N°1.



Elaboración propia en base al Tesoro Nacional de Brasil

De esta manera, desde enero de 2023 hasta el último trimestre de 2024 se observa cómo el gobierno de Brasil ha tenido un desempeño fiscal magro. Esta situación ha tenido como principal consecuencia el deterioro del resultado primario, pasando de registrar signo positivo a inicios de 2023, para situarse en una situación deficitaria a partir de mayo de 2023. A partir de finales del 2023, el déficit primario se había estabilizado en torno a 2 puntos del producto.

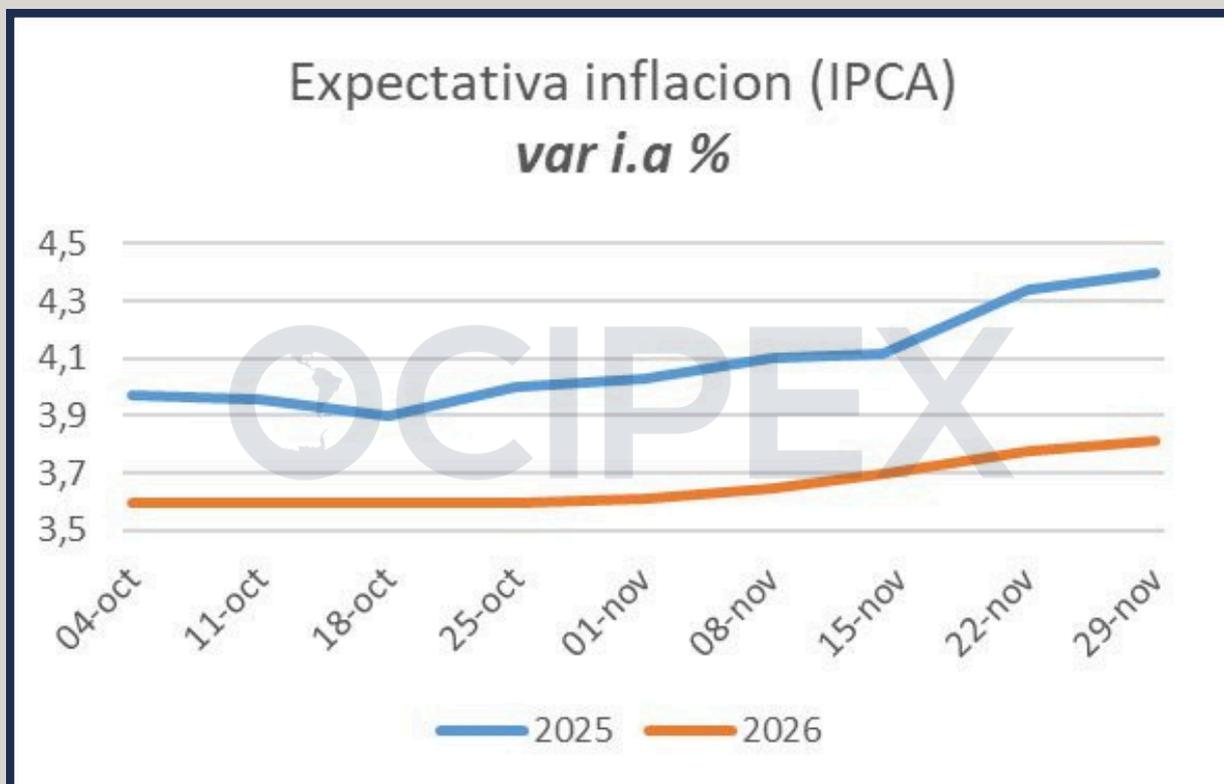


 **Elaboración propia en base a Tesouro Nacional e IBGE**

LOS ÚLTIMOS MESES: LO FISCAL Y LO EXTERNO

De esta forma, siendo una certeza el incumplimiento de la meta fiscal para el 2024, el mercado esperaba señales que corrijan el resultado para el 2025. De acuerdo a estimaciones privadas, el ahorro neto de las medidas presentadas por el ministro de economía Fernando Hadad el mes pasado, alcanzaría sólo 0,25 puntos porcentuales (p.p.) del PBI.

Esto provocó un deterioro sincronizado en las expectativas de los agentes³ respecto de las principales variables que componen la encuesta. La inflación esperada para el 2025 saltó al 4,4%, alejándose de la meta fijada por el Banco Central del 3%.

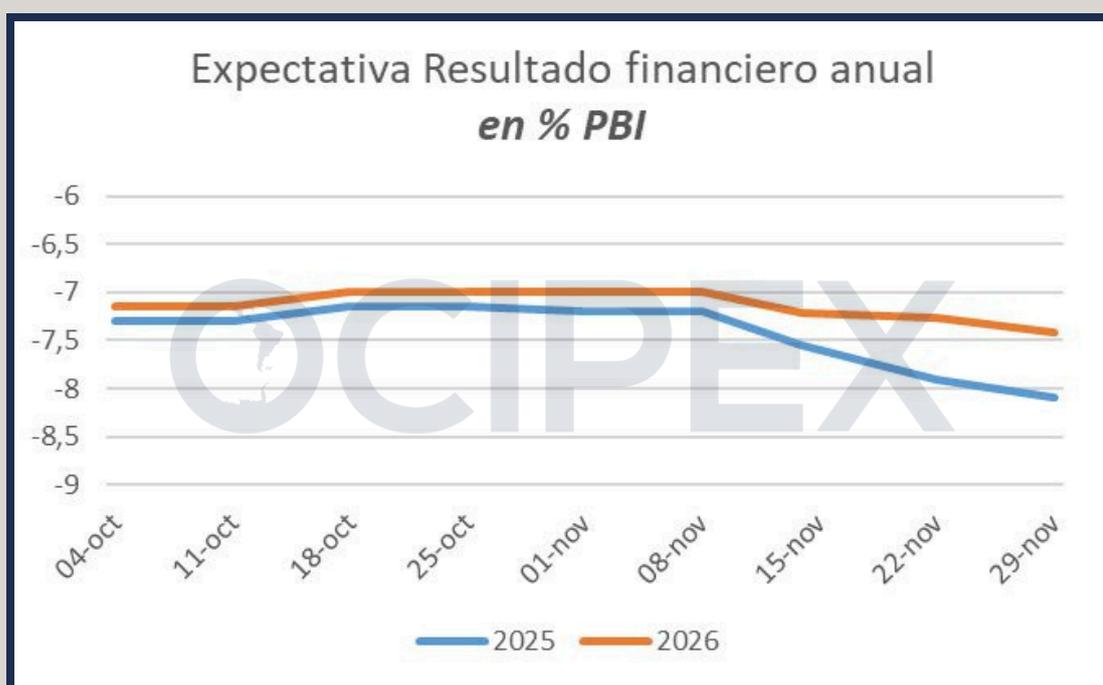


³ Banco Central do Brasil. (2024). Banco Central do Brasil. <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>

Esto tuvo como principal consecuencia disparar la tasa de interés de referencia en 200 y 100 puntos básicos para el 2025 y 2026, respectivamente.



A su vez esto generó un agravamiento del resultado fiscal financiero, que alcanzó el peor negativo desde la pandemia, y empeoró en casi 1 p.p del PBI el resultado global esperado para el 2025.



Por otro lado, debe agregarse como disparador la victoria de Trump en Estados Unidos que fortaleció el dólar a nivel global, golpeando particularmente a los países emergentes.

La victoria del candidato republicano genera una serie de efectos importantes en términos geopolíticos, pero también en la economía mundial, en la medida en que los mercados asumen que Estados Unidos adoptaría una serie de medidas de carácter proteccionista en términos comerciales, e impulsando también una serie de políticas de incentivos a la actividad económica norteamericana, principalmente reduciendo impuestos internos para estimular las inversiones realizadas en la economía doméstica.

En términos de política monetaria, los mercados especulan con una modificación de la política de tasas de interés a largo plazo para la economía estadounidense. Esta situación afectaría a los países considerados como emergentes, entre ellos Brasil (además de la Argentina), en la medida en que los flujos financieros y de inversiones se redireccionarían hacia aquellas economías centrales, particularmente la plaza norteamericana, en busca de mejores retornos (el denominado “vuelo de calidad”).

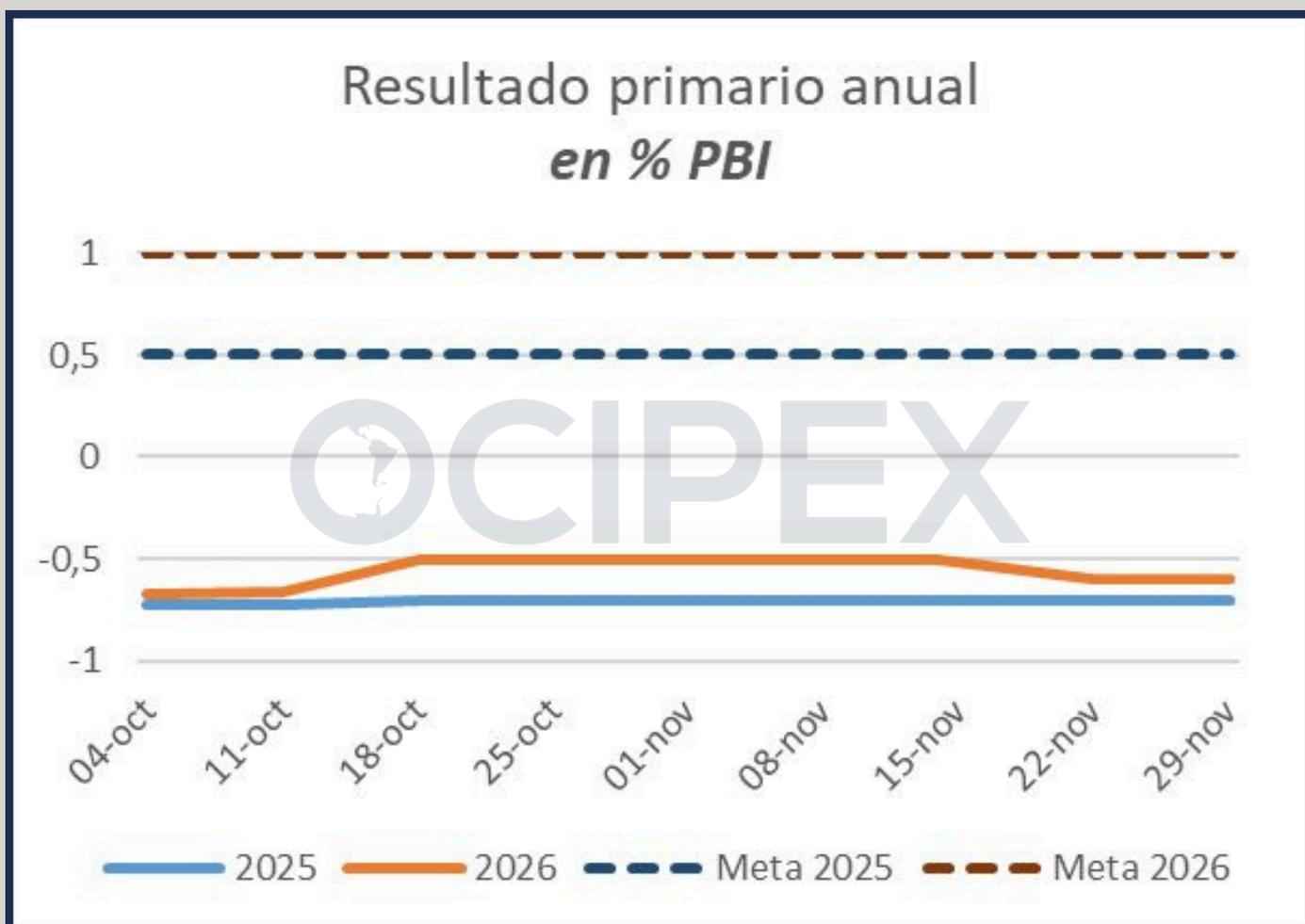
Esta situación afecta la posibilidad de Brasil de realizar colocaciones de bonos soberanos, y obliga a replantear la política de tasas locales aumentando las mismas, lo que puede llevar a complicar el escenario financiero en el corto plazo para Brasil, debido al aumento del peso de los intereses.

En términos geopolíticos, la asunción de Trump supone también una serie de modificaciones en términos de la posición adoptada por Estados Unidos en los diferentes conflictos globales, particularmente en Medio Oriente y aquel protagonizado entre Rusia y Ucrania. De asumir posiciones similares a la primera administración de Trump, esto podría impulsar un nuevo ciclo de descenso del precio internacional de los diferentes commodities, particularmente aquellos en los que Brasil exporta al mercado mundial (así como también para aquellos que componen la canasta exportadora de Argentina), con el consecuente deterioro de los términos de intercambio que tendrían efectos negativos sobre la balanza comercial del país.

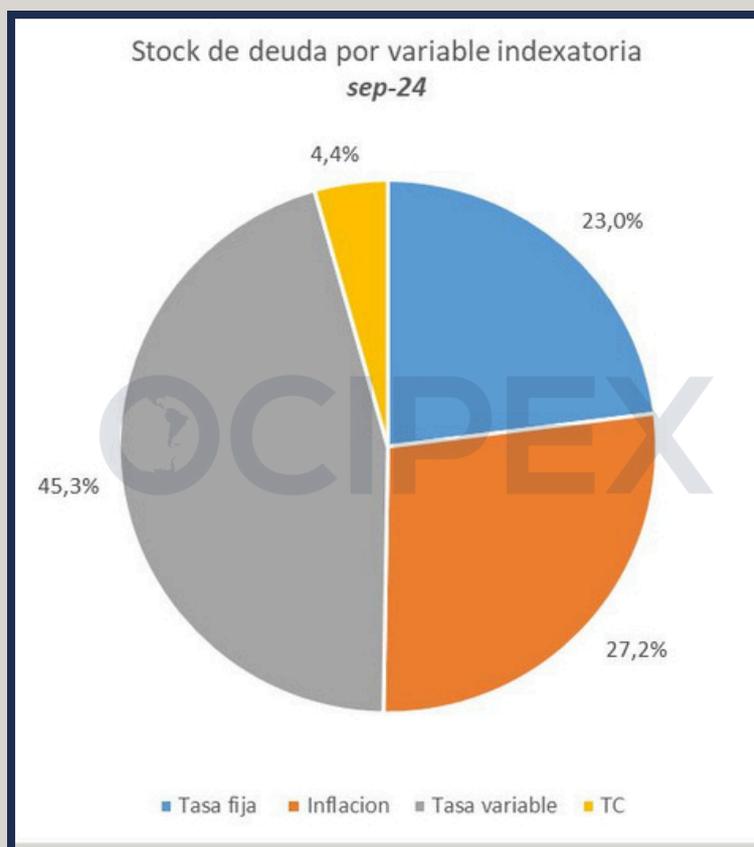
Los efectos del escenario planteado a partir del incumplimiento de la regla fiscal y las alzas de la tasa de referencia y el deterioro del resultado financiero son los siguientes:



1 Sobre el resultado primario: si bien su perspectiva no se deterioró las últimas semanas, sí se encuentra significativamente lejos del centro de la meta. De todas formas, resulta llamativo que el mercado vea problemático un resultado fiscal negativo, pero de tamaño acotado, lo que invita a pensar que quizás el problema no es únicamente de orden de magnitud del resultado primario, sino también existe un componente de factibilidad del financiamiento.



2 Sobre el stock de deuda: Brasil es uno de los países de América Latina que mejor ha consolidado la denominación en moneda local de su deuda. El bajo monto de deuda emitida en moneda extranjera, junto con el grosor de las reservas internacionales explican porque los títulos globales no sufrieron incrementos significativos en sus rendimiento. Esto último limita la exposición de la economía al riesgo cambiario. Sin embargo, existen riesgos adicionales relacionados al resto de las variables que dictan el crecimiento del stock de deuda. A septiembre, el 45,3% del stock estaba pactado a tasa variable, estrechamente relacionado a la tasa de política monetaria (SELIC), un 27,2% ajustan por variaciones en el índice de precios (la gran mayoría por IPCA), el 23,0% es tasa fija pre-pactada, mientras que solo el 4,4% ajusta por el tipo de cambio.



3 Sobre el resultado financiero: Esta configuración debilita el resultado financiero ante incrementos de la SELIC. *El Banco Central de Brasil estima para el mes de octubre 2024 que un incremento de 1 p.p en la tasa resulta en una suba del cociente de deuda neta del sector público (DLSP) de 0,48% del PBI.* En el mismo sentido, agrava la situación la tasa real con la que el BCB históricamente remuneró los reales. Esto llevó a que el peso de los intereses en términos del PBI casi que se duplique en los próximos años.



En el mismo sentido, pese a que la depreciación mejora el balance comercial, Brasil profundizó el déficit de cuenta corriente que alcanzó en el acumulado de los últimos 12 meses 2,2% del PBI.

A MODO DE CIERRE: DEL PANORAMA DE BRASILERO AL ARGENTINO

Partiendo de una situación fiscal endeble en 2024 el gobierno de Lula propone modificaciones presupuestarias que lo acerquen a las metas planteadas en abril del 2023. Como vimos, los anuncios resultaron insuficientes y no alteraron las expectativas en materia de gastos. Se incorpora a la incerteza fiscal el aceleramiento del crecimiento en torno al 3,3% del PBI, lo cual genera tensiones en materia de precios (octubre tuvo el mayor incremento intermensual desde diciembre de 2023, marcando la interanual más alta desde octubre de 2023) y el fortalecimiento del dólar a nivel global como perspectiva para el siguiente período a partir de la victoria de Donal Trump en las elecciones norteamericanas y las expectativas generadas en torno a su política económica.

Brasil ***necesita una señal fiscal contundente e inmediata*** que aleje los fantasmas de la dominancia fiscal. El gobierno de Lula deberá afrontar la necesidad de dar las señales necesarias para que el esfuerzo no recaiga nuevamente sobre la política de tasas del Banco Central⁴, en la medida en que, sin fundamentos macroeconómicos sólidos, el mercado no se verá contenido pese a que aumenten las tasas de interés reales. En este sentido, se puede esperar que el primer paso sea realizado desde el Tesoro, a partir de una restricción a los niveles de gasto público para el siguiente año.

Por último, el deterioro de la situación fiscal de Brasil puede poner en riesgo la ejecución y los potenciales impactos de algunas de las políticas industriales y de inversión diseñadas por el gobierno de Lula, como son el plan Nueva Industria Brasil (NIB) y el Programa de Aceleración del Crecimiento (PAC).

⁴ En la última reunión del Comité de Política Monetaria, los miembros decidieron elevar la tasa 1 p.p, lo cual estuvo por encima del consenso, esperando además dos incrementos de misma magnitud en las siguientes reuniones.

POR ÚLTIMO, ¿CÓMO AFECTA ESTE ESCENARIO A LA ECONOMÍA ARGENTINA?

La importancia de esta situación en la economía de Brasil para la Argentina puede observarse tanto desde la macro como desde la micro.

En términos macro, desde que comenzó a regularizarse el pago de importaciones, la economía argentina vio reducido su superávit comercial y desde junio la cuenta corriente arroja resultados negativos. La victoria de Trump como hecho geopolítico, la caída del más del 20% del precio de la soja y sus derivados desde que empezó el año y particularmente la depreciación pronunciada del primer socio comercial argentino redoblan la exigencia sobre el régimen cambiario y el sostenimiento de la tasa devaluatoria (crawling peg) del 2% mensual fijada por el gobierno de Milei.

La apreciación del peso en el último tiempo puede observarse también respecto al Real, en la medida en que el Tipo de Cambio Real Bilateral (TCRB) ha alcanzado en los últimos años sus niveles más bajos desde fines de 2015, aproximándose a aquellos registrados en los años de crisis de la Convertibilidad (entre fines de 1998 y fines de 2001).

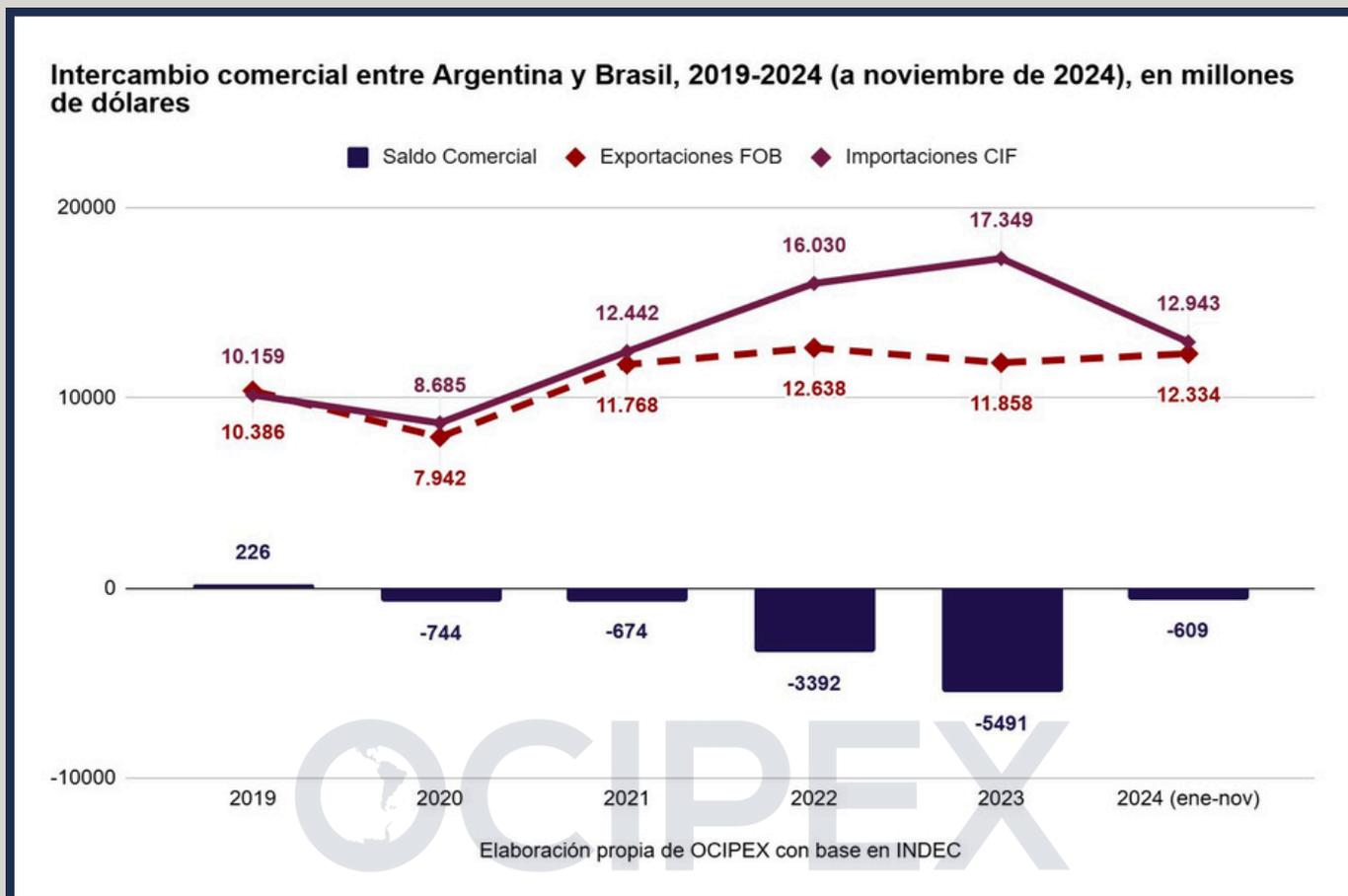


Pero además, la economía brasileña es complementaria en cadenas industriales fundamentales como la automotriz o siderúrgica, cuyos flujos comerciales se ven afectados por las variaciones cambiarias en ambos países, por lo que se debe estar atento a los impactos que pueda tener en los próximos meses el agravamiento de este escenario. Esto es más sensible si se atiende a la necesidad de proteger los empleos de ambos sectores, que se han visto totalmente desprotegidos a lo largo del gobierno de Milei.

En este sentido, se vuelve evidente la necesidad de políticas industriales que protejan la industria nacional y mejoren su competitividad, morigerando los impactos de la política cambiaria. Con el esquema cambiario actual, y el real brasileño devaluado, las exportaciones pierden competitividad, mientras que se generan incentivos para que aquellos sectores que importan productos desde Brasil impulsen un importante aumento de las compras al país vecino. Esta situación podría acelerarse a partir de la reciente eliminación del impuesto PAIS, que redundará en un abaratamiento de los costes de importación, en un contexto en el cual el gobierno ha desregulado indiscriminadamente el comercio exterior.

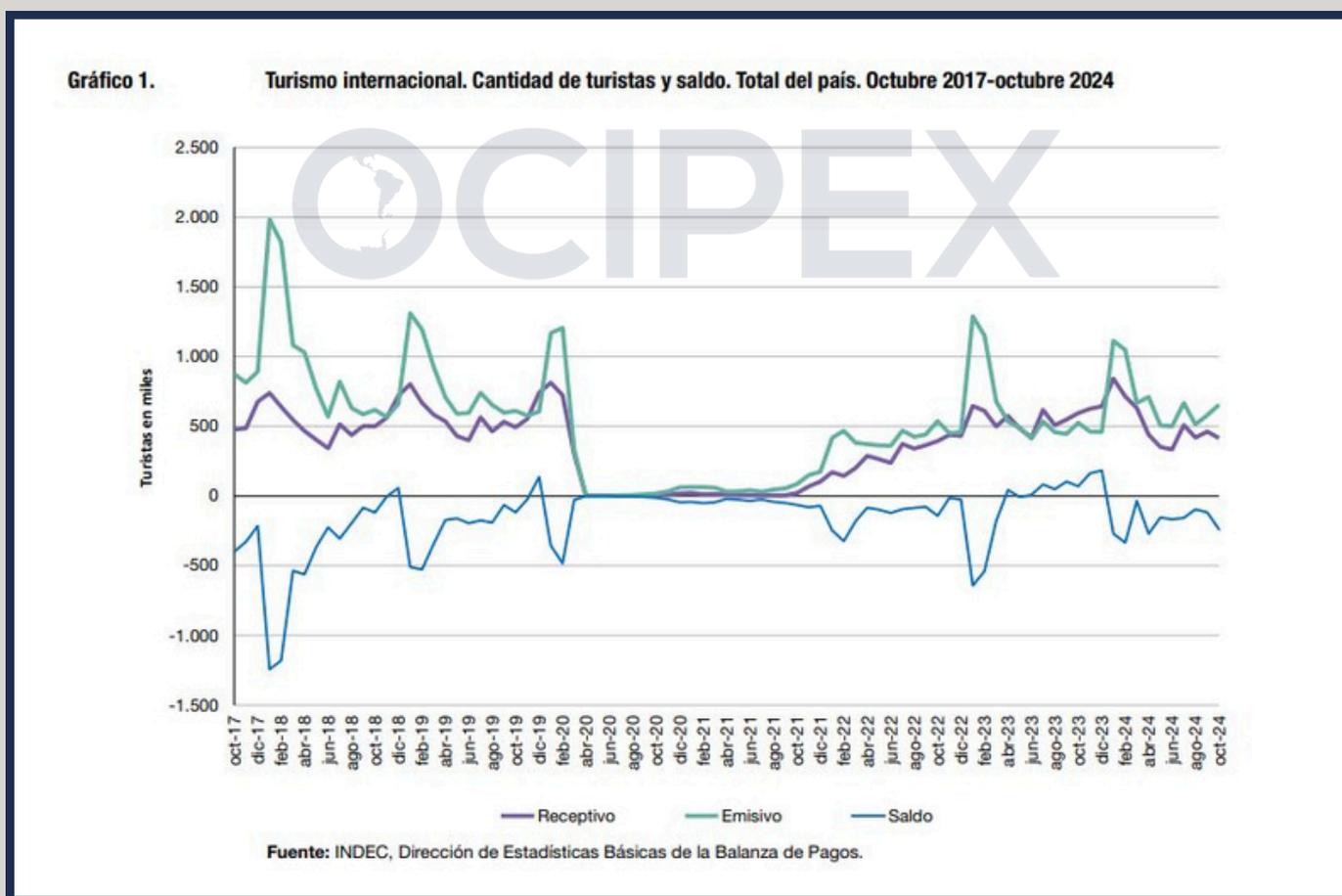
De esta manera, la política de apreciación cambiaria establecida por el gobierno argentino puede llegar a mostrar algunas de las limitaciones del esquema macroeconómico establecido por Caputo y Milei. Uno de los potenciales impactos negativos puede mostrarse en el deterioro del resultado comercial obtenido. Mientras que 2024, con una economía afectada por una profunda recesión, y con una alteración inicial del nivel cambiario producida por la devaluación inicial de diciembre de 2023, muestra hasta ahora superávit comercial, producto del descenso de las importaciones a lo largo del año, el año que viene podría revertirse esta tendencia.

Esta situación también podría observarse en lo referido a Brasil, principal socio comercial del país, y con el cual se han registrado una balanza comercial negativa entre 2020 y 2024, con niveles particularmente altos en 2022 y 2023.



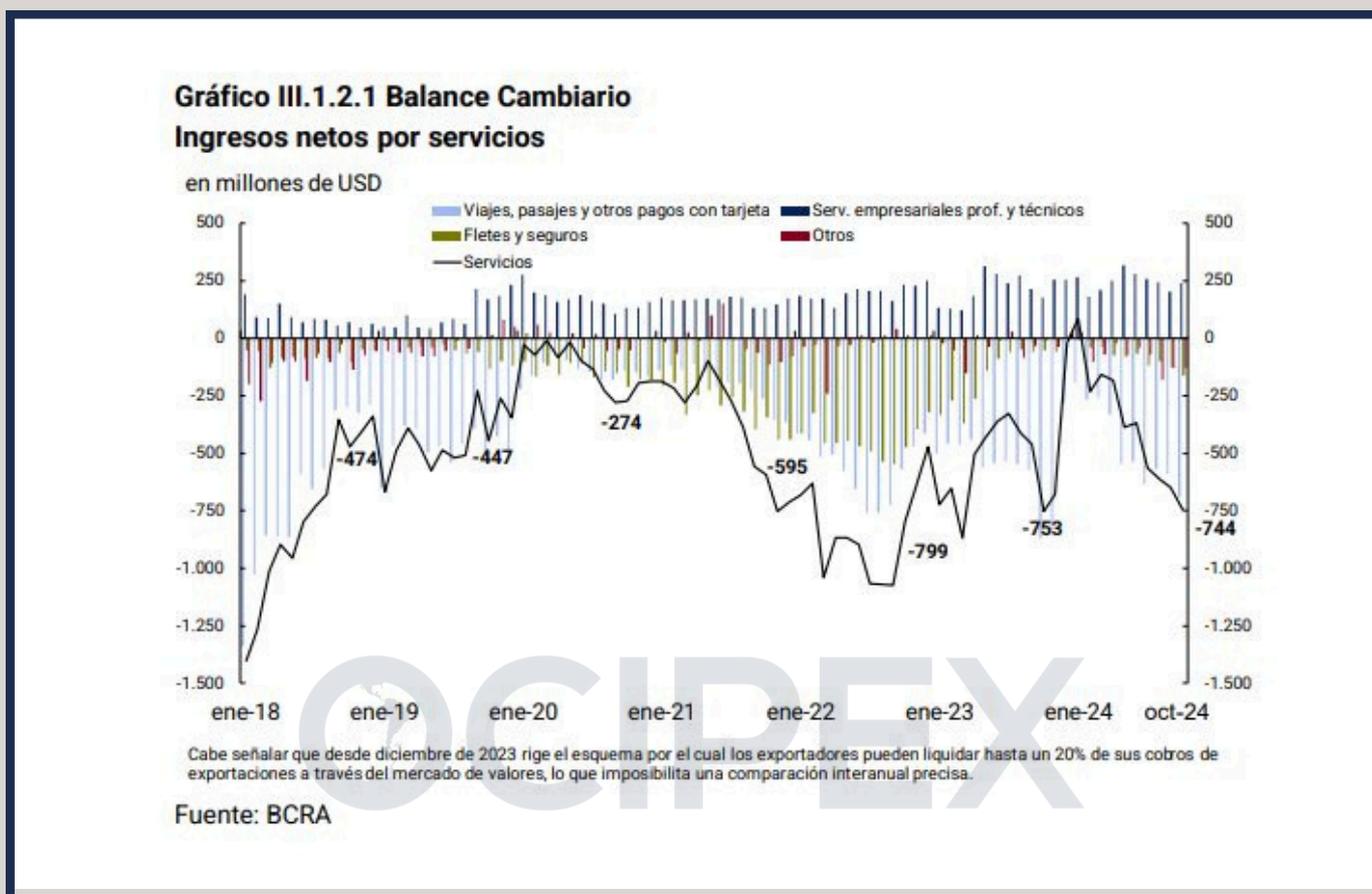
Si Brasil continúa devaluando el real a un ritmo superior a aquel seguido por el peso argentino, puede haber un incentivo para el sector privado a aumentar sus niveles de importación. Como se puede observar en el anterior gráfico, los niveles de exportación argentino con destino Brasil son relativamente estables (en torno a los USD 12 mil millones anuales), mientras que las importaciones brasileras que ingresan a la economía argentina son más sensibles a las variaciones del tipo de cambio. Luego de un 2024 con una caída notoria en las importaciones fomentadas por la combinación devaluación-recesión, **un aumento de las importaciones en 2025 podría demandar una cantidad importante de divisas, complicando la acumulación de reservas** clave para la economía de Argentina.

Por el lado micro, la sangría de divisas podría agravarse también en la medida en que el abaratamiento de Brasil como destino turístico en comparación con aquellos lugares domésticos acentuarían el signo deficitario de la balanza de servicios, en la que históricamente Argentina se caracteriza por tener un sector turístico emisoro cuya demanda de divisas supera aquellas ingresadas por el sector turístico receptor⁵.



⁵ INDEC. (2024, 25 de noviembre). Estadísticas de turismo internacional Octubre de 2024 ISSN 2545-6776 Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC). INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina. https://www.indec.gov.ar/uploads/informesdeprensa/eti_11_2435176F4827.pdf

El egreso de divisas motorizado por el sector servicios ha ido en aumento en los últimos meses de 2024, motorizado por la apreciación del peso y reducción de la brecha. Tal como se observa en las estadísticas del balance cambiario del BCRA, esto ha sido particularmente acentuado en el rubro “viajes, pasajes y otros pagos con tarjetas”, que incluye al turismo⁶. Además, con el vencimiento del impuesto PAIS a fines de este año, toma una importancia adicional el nivel de brecha del Tipo de Cambio oficial con los paralelos, ya que de equipararse el oficial y la percepción de ganancias con el MEP, el incentivo a pagar con dólares propios será menos claro.



⁶ BCRA. (2024, noviembre). Evolución del Mercado de Cambios y Balance Cambiario / Octubre 2024 | BCRA. Banco Central de la República Argentina | Inicio. https://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/Informe_Octubre_2024.pdf

Por último, y más allá del potencial impacto que podría tener este esquema cambiario en términos de demanda de divisas para viajes al exterior en el mediano plazo, ya se puede apreciar el impacto actual en el sector turístico. Actualmente, es más costoso comprar una cerveza en la Patagonia o alquilar en la costa argentina, que hacerlo mientras se vacaciona en las playas brasileñas (o ir de compras a Chile).

Esto afecta a los destinos nacionales, de importancia para las economías de diferentes provincias de nuestro país, que ya se encuentran afectadas por la merma en la actividad registrada en las primeras semanas de la temporada de verano de los principales centros turísticos de nuestro país.

El impacto se hace más grave debido a que el turismo genera una importante cantidad de empleos a nivel local tanto de forma directa como indirecta, por lo que se vuelven notoria la necesidad de políticas públicas por parte del gobierno nacional que, articuladas con el sector privado de las diferentes regiones de importancia turística, permitan sostener niveles de actividad, conteniendo a los flujos turísticos en destinos nacionales. Esto incluye fortalecer - y no desfinanciar y desguazar- la línea de bandera argentina (Aerolíneas Argentinas), y de rediseñar de manera virtuosa medidas que tuvieron un impacto positivo (como fue en su momento el Pre-Viaje) para las economías locales.

SEGUINOS



@OCIPEX



@OCIPEX_ARG



/OCIPEX



@OCIPEX



@OCIPEX

WWW.OCIPEX.COM
CONTACTO.OCIPEX@GMAIL.COM

OCIPEX