

Brasil: Riesgos fiscales seguirán presentes, pero cambios en la economía limitarían traspaso a inflación

- El comienzo del ciclo de alzas de TPM en Brasil genera preguntas, porque el ajuste fue mayor al esperado y justificado por más expectativas de inflación.
- Nuestro escenario es de un crecimiento en torno a 3%, con una TPM que alcanzaría 5% este año y 6% en 2022. Dentro de los riesgos destaca el avance de la campaña de vacunación, aunque vemos problemas en torno al *timing* de la reapertura, más que su ocurrencia.
- Una fuente más importante de incertidumbre tiene que ver con las perspectivas fiscales. Con una situación que ya era precaria previo a la pandemia, esperamos mayores presiones de gasto y una campaña presidencial en 2022 marcada por promesas sobre mayor apoyo del Estado.
- El riesgo fiscal puede tener consecuencias negativas sobre la economía a través de condiciones financieras más restrictivas, que representan un aumento en el premio por riesgo, asociado con menores expectativas de crecimiento y política monetaria menos expansiva.
- Sin embargo, esperamos que los avances institucionales de los últimos años ayuden a que *shocks* nominales se traspasen menos a los precios, a diferencia de la crisis de 2014-2015.
- Por ahora, estos riesgos seguirán presentes. Recomendamos exponerse al riesgo en Brasil (y Latinoamérica) a través de activos más defensivos.

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

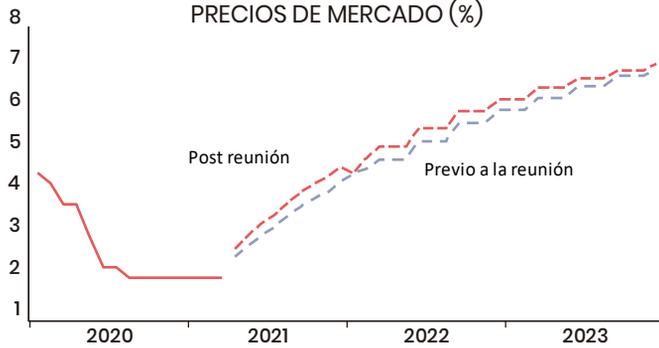
El comienzo de un ciclo de alzas de tasa de política monetaria (TPM) por parte del Banco Central de Brasil (BCB) genera preguntas, especialmente porque el último de estos se dio durante la crisis de 2014-2015 gatillado, en buena parte, por una política fiscal muy expansiva que contribuyó al rápido aumento de la inflación en medio de una recesión económica.

Varios de estos elementos están presentes hoy. De hecho, parte de la [justificación](#) del BCB para el alza de 75 puntos base (pb) en su reunión de marzo vino por el aumento en las expectativas de inflación, en un contexto donde la economía cayó cerca de 4% en 2020 y el consenso de mercado apunta a una contracción el primer trimestre de este año. En las [minutas](#) de la reunión, también se resaltó que el riesgo fiscal sigue siendo alto, lo que podría sesgar al alza las proyecciones para la evolución de los precios.

El alza de tasas fue mayor a los 50pb que anticipaba el mercado y, de acuerdo al comunicado, vendría seguido de otro aumento de la misma magnitud en la próxima reunión, en mayo. En respuesta al adelanto de la fase de alzas (respecto a lo incorporado previamente, gráfico 1), el real se fortaleció, la curva soberana se aplanó y la bolsa abrió a la baja, consistente con una sorpresa restrictiva de política monetaria.

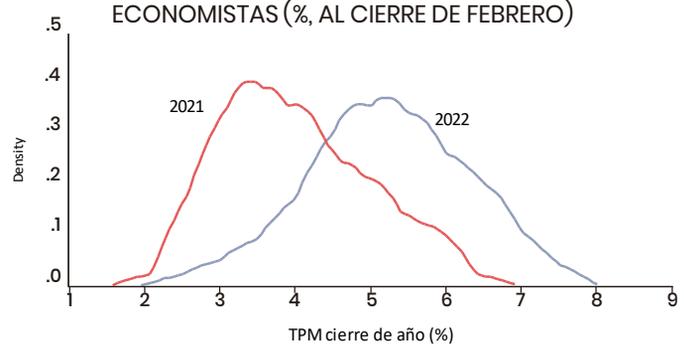
Nuestro escenario para Brasil es de un crecimiento en torno a 3% (bajo el consenso), con una inflación que se ubicaría por sobre la meta del BCB (3,75% para este año), aunque en torno a esta en 2022 (la meta baja a 3,5%). En el camino, la TPM alcanzaría 5% este año (muy por sobre nuestra expectativa previa, [Correo Security 8 de enero](#)) y 6% en 2022. Sin embargo, la incertidumbre de este escenario es alta, lo que se refleja también en la dispersión de opiniones en torno al consenso (gráfico 2).

GRÁFICO 1: TPM BRASIL Y TRAYECTORIA IMPLÍCITA EN PRECIOS DE MERCADO (%)



Fuente: Bloomberg, Focus Economics y Estudios Security.

GRÁFICO 2: DISTRIBUCIÓN EXPECTATIVA TPM ENTRE ECONOMISTAS (% AL CIERRE DE FEBRERO)



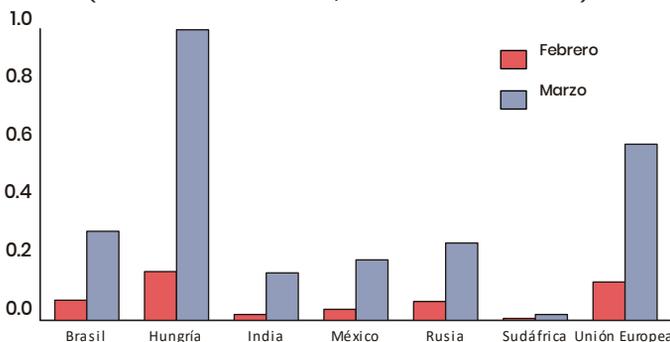
Vemos dos riesgos importantes para el desempeño de la economía. Primero, como en el resto del mundo, **será importante el avance de la campaña de vacunación**. Tras un lento comienzo, esta **ha ido tomando velocidad** en Brasil (gráfico 3), aunque los niveles de la población alcanzados todavía son bajos. Pese a que es importante que se vaya lo más rápido posible, tanto por proteger vidas y poder reabrir la economía, **actualmente lo vemos más como un riesgo respecto al cuándo ocurrirá**.

El segundo, más relevante, **tiene que ver con las perspectivas fiscales**. Durante 2020, Brasil entregó un apoyo fiscal sustancial, grande entre economías emergentes (gráfico 4). El problema de esto es que la situación fiscal ya era precaria previo a esto, lo que sumado a la aprobación de un nuevo paquete de ayuda (y que probablemente será seguido por mayores presiones al gasto) hace más probable que la regla fiscal (que limita el crecimiento del gasto a la inflación del año previo) no se cumpla.

Por ahora no esperamos que esto ocurra, pero los desarrollos políticos tampoco han ayudado. **Una decisión judicial reciente dejaría al ex Presidente Lula da Silva habilitado para competir en las elecciones del próximo año, lo que nos permite anticipar que la campaña será marcada por promesas de mayor rol del Estado**, tanto por su parte como del actual mandatario.

La percepción de **riesgo fiscal**, cuando se vuelve excesivo, **puede tener consecuencias negativas sobre la economía, a través de condiciones financieras más restrictivas** (gráfico 5), que tienen la capacidad de afectar las decisiones del sector privado (especialmente la inversión, ver Anexo).

GRÁFICO 3: VELOCIDAD VACUNACIÓN (PROM. DOSIS DIARIAS, COMO % POBLACIÓN)



Fuente: FMI, Our World in Data y Estudios Security.

GRÁFICO 4: ANUNCIOS FISCALES COVID (% DEL PIB)

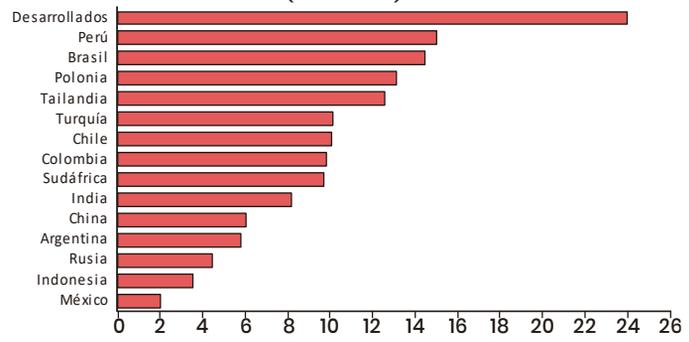
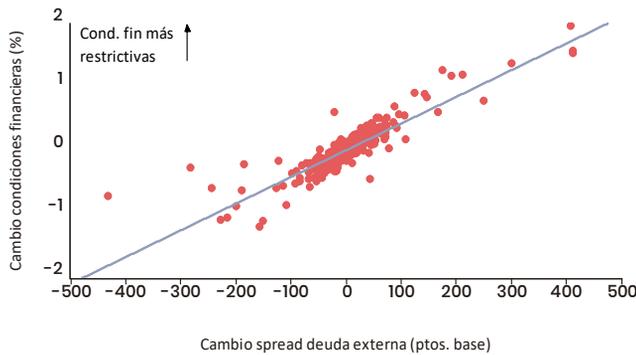
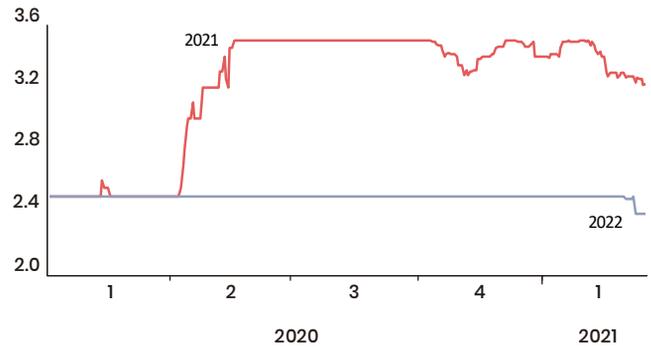


GRÁFICO 5: RIESGO FISCAL Y CONDICIONES FINANCIERAS



Fuente: BCB, Bloomberg y Estudios Security.

GRÁFICO 6: EXPECTATIVA CRECIMIENTO PIB (%)



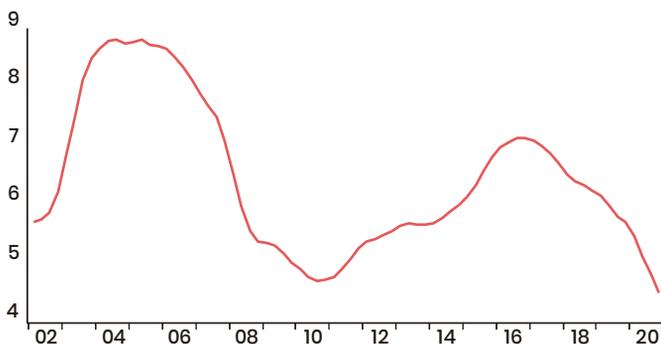
En economías emergentes, condiciones financieras más restrictivas representan un aumento en el premio por riesgo, que está asociado con menor crecimiento esperado (gráfico 6) y, a diferencia de países desarrollados, la respuesta de los bancos centrales es hacia menor expansividad, que explica la mención por parte del BCB del riesgo de la no continuación del proceso de reformas fiscales que venía avanzando.

Sin embargo, incluso en un escenario fiscal adverso, creemos que los cambios institucionales realizados en los últimos años ayudarían a que la respuesta de la economía (e idealmente, de los mercados) no sea tan adversa como lo fue durante 2014-15. Durante esta crisis, el principal problema el peor balance fiscal, que pasó de -2,5% del PIB en 2011 a -10% en 2015, no tuvo un impacto favorable sobre la actividad, sino que se manifestó en un aumento sostenido en la inflación. Esta descomposición es característica de economías más débiles institucionalmente. En países desarrollados se da incluso lo opuesto: el problema que enfrentan sus bancos centrales es que no logran hacer que la inflación suba de manera sostenida.

Esperamos que las reglas fiscales (de gasto y deuda) y la autonomía del BCB, recientemente oficializada, ayuden a que este tipo de shocks se traspasen más a la actividad que a los precios.* Por ahora, algunos indicadores usados que abordar el avance hacia esto han mejorado desde 2015 (gráfico 7).

Pero por ahora, estos riesgos seguirán presentes, lo que justifica nuestra recomendación de exponernos más al riesgo en Brasil (y Latinoamérica) a través de activos más defensivos (Portafolios Security marzo 2020), como los instrumentos corporativos en dólares (gráfico 8).

GRÁFICO 7: INFLACIÓN PROMEDIO 5 AÑOS (%)

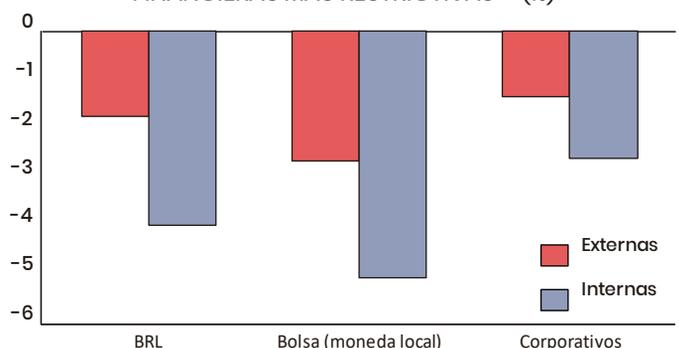


Fuente: Bloomberg y Estudios Security.

* En términos más técnicos, mejoras institucionales llevarían a una curva de Phillips más plana, con lo que efectos reales de shocks nominales serían mayores.

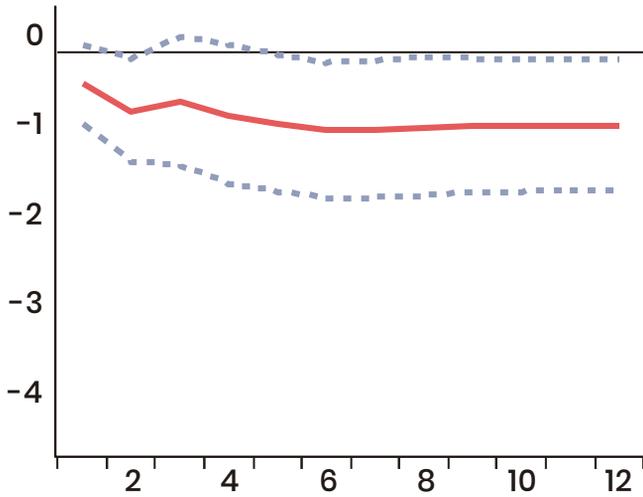
** En base a un VAR, controlando por crecimiento, TPM y pendiente de la curva. Shock generalizado de una desviación estándar.

GRÁFICO 8: SENSIBILIDAD ACTIVOS A CONDICIONES FINANCIERAS MÁS RESTRICTIVAS** (%)

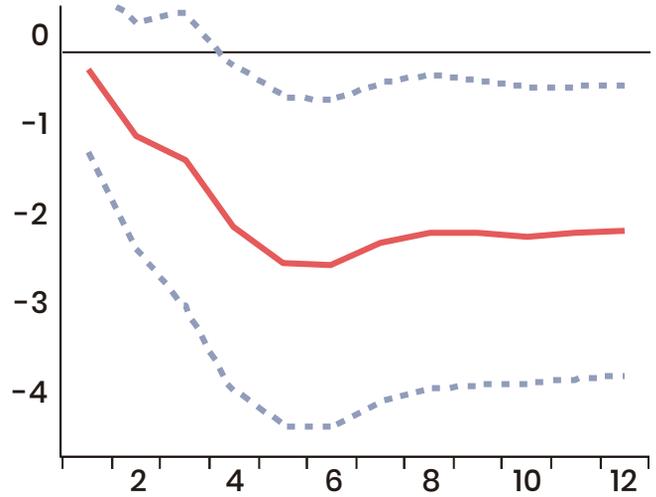


ANEXO: IMPACTO DE UN SHOCK DE UNA DESVIACIÓN ESTÁNDAR DE CONDICIONES FINANCIERAS MÁS RESTRICTIVAS (%)

Consumo privado



Inversión



Trimestres desde el shock

Fuente: Estudios Security.