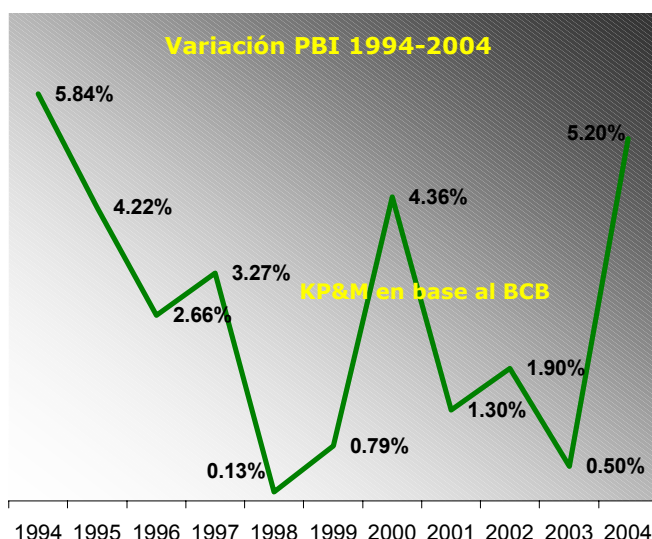


Zamba de una nota

La gran noticia del 2004 para los mercados internacionales fue el crecimiento del PBI de Brasil. Superávit primario con crecimiento económico y elevadas tasas de interés que brinden ganancias financieras rápidas, es todo un logro. Brasil es sin duda, el nuevo niño mimado del establishment internacional. Sobredimensionando las metas de los acuerdos con los organismos internacionales, convertido en una máquina de exportar, liberador del mercado de capitales, se ha convertido en una verdadera joya de admiración externa y desconcierto interno.



Sin dudas Brasil ha dado un gran salto en su crecimiento comparado con el año anterior o con cualquiera de los magros resultados del producto desde 2001 al 2003, como muestra el cuadro. De hecho, la tasa de crecimiento experimentada por el PBI para el 2004 es la más elevada desde 1994 (5.9%) cuando fue implementado el Plan Real.

Un acercamiento más detallado de la evolución del producto pone en tela de juicio la algarabía experimentada por el gobierno cuando fue dado a conocer el indicador del producto.

El dato preocupante es que el PBI se fue desacelerando a medida que transcurrían tiempo. Si tomamos el PBI trimestral desestacionalizado, la tasa de crecimiento pasa del 1.8% en primer trimestre (enero-marzo) al 0.4% en cuarto trimestre. Esta caída es especialmente intensa en uno de los tres rubros que impulsaron el crecimiento del PBI: la tasa de inversión. Si bien en el acumulado del año, la inversión trepó al 10.91%, en el último trimestre experimentó un retroceso del -3.88%.

Consumo interno, inversión y exportaciones fueron los motores de la economía durante el 2004. Si bien los dos primeros habían experimentado tasas negativas durante el 2003 (-1.5% y -5.9% respectivamente) potencializando los logros del 2004 al compararlo contra un indicador deprimido del 2003, ambos experimentaron retracciones el último trimestre del 2004.

El inmejorable contexto externo fue el que colaboró a impulsar la economía Brasil, escenario que se ve poco probable que se cumpla este año. Por lo que la sustentabilidad del crecimiento sostenido en el largo plazo se puso en duda. El dinamismo de la demanda interna durante el 2004 será otro factor clave para mantener la trayectoria ascendente de la economía.

Un crecimiento poco común mostró el mercado interno, ante tasas de interés elevadas y sueldos deprimidos. La demanda interna mantuvo un fuerte incremento solventada

por la expansión del crédito que, al encontrar vías alternativas de prestamos, se expandió en el orden del 22%. Pero los aumentos de precios están obsesionando a las autoridades monetarias, quienes en forma empecinada pretenden alcanzar un índice de 5.7% de incremento de los precios, con constantes aumentos de tasas de interés que han comenzado a enfriar el crecimiento más allá de lo pronosticado por los expertos.

En los últimos 10 años se contabilizaron tres aumentos del producto similares a la magnitud mostrada en el 2004 y en ninguno de los casos se produjo el tan anhelado despegue económico. Para los organismos internacionales, el diagnóstico realizado por las autoridades de Brasil acerca de los problemas de fondo de la economía son acertados, pero la excesiva ortodoxia del Banco Central pareciera comenzar a atentar contra la economía.

Bajo la imagen de una discusión doctoral con fuerte contenido técnico, se ha desatado en Brasil un enérgico debate acerca de la efectividad de la política monetaria llevada a cabo por el Banco Central. Una continua contracción del dólar unido a tasa de interés elevadas han puesto en duda la viabilidad de las medidas de política económica.

La efectividad de la política monetaria está dirigida a dos sectores totalmente opuestos de la economía. Por un lado se intenta minimizar la aversión al riesgo de los actores económicos tratando de contener las expectativas inflacionarias, de manera tal que exista un aumento de la confianza de los tomadores de créditos. Por otro, la confianza de los inversores permitirá sustituir deuda a corto plazo por una de mayor extensión. El primer efecto sobre los tomadores de crédito sería una medida contractiva del la tasa de interés. La segunda dependerá de la tasa de interés internacional, por lo que se tornaría expansiva.

Quienes creen que la política monetaria no está dando resultado, sostienen también que ésta debería profundizarse (sobre todo después de las alzas de la tasa de interés americana), afirmando que la expansión de la demanda agregada es la que trasmite su impulso a los precios. Una iniciativa más dura en este sentido, tendería a deprimirla. De hecho, esta hipótesis es la que triunfó en la última reunión del Comité de Política Monetaria (COPOM) el 17/03/05 incrementado la tasa de referencia en 50 puntos (de 18.75 a 19.25%).

Esta hipótesis forma parte de un gastado, pero efectivo discurso conservador, que no sólo se encuentra en marcha en Brasil, sino también en Argentina y Venezuela. Veamos que tan apegadas a la realidad son estas consideraciones, o sí sólo se trata de un alarde técnico con ganadores conocidos.

Según el último informe del Instituto de Economía de la UFRJ (Universidad Federal de Río de Janeiro) la hipótesis sería falsa. Para examinar la influencia de la demanda en la trayectoria de la inflación en los últimos meses, los especialistas de la universidad siguieron el comportamiento de tres núcleos de precios desde Diciembre del 2001. Los precios de los bienes comercializables (exportaciones), no comercializables (internos) y los administrados.

La pregunta que uno debería hacerse para determinar si la hipótesis liberal tiene validez, es que trayectoria siguieron los precios de los bienes no - comercializables, íntimamente relacionados con las expansiones de la demanda interna.

TASA DE INFLACIÓN IPCA.

Variación acumulada en 12 meses en %

	<i>Total</i>	<i>Comercializables</i>	<i>No Comercializables</i>	<i>administrados</i>
Dic/01	7.67	7.31	5.70	10.78
Dic/02	12.53	14.88	7.47	15.32
Mayo/03	17.24	20.24	9.55	22.32
Dic/03	9.30	8.69	6.67	13.20
Mayo/04	5.15	5.01	5.77	4.69
Dic/04	7.60	6.31	6.48	10.20
Feb/05	7.39	6.24	6.69	9.73

Fuente: KP&M en base a UFRJ

Como queda claramente expresado en la tabla anterior, los precios de los bienes no-comercializables, se encuentran en una trayectoria perfectamente estable desde el 2001 hasta nuestros días, oscilando entre 5.70 y 7.00%. La única excepción se da en el 2002 y a mediados del 2003, dentro de las cuales se encuentran una fuerte devaluación del real que impulsó los precios y las fluctuaciones especulativas ocurridas durante el proceso electoral.

También queda claramente expresado en la tabla, que durante mayo del 2004 la inflación retrocedió drásticamente a 5.2% para retomar su posición ascendente en los meses siguientes. Por lo tanto, en Diciembre como en Febrero del corriente año, la incidencia de los bienes comercializables y los administrados son lo que impulsan el índice de precios. En síntesis, dada la configuración de índice de precios, no hay nada que indique de manera sólida que los bienes no - comercializables han variado su participación en el total del IPCA y son los culpables de el piso expresado en los precios.

Si los precios de los bienes no-comercializables no han experimentado la tracción inflacionaria que se les imputa, ¿Cuál es la razón por la que el BCB persiste en mantener altas las tasa de interés y deprimir a la demanda?.

Deuda publica federal interna DPFMi en poder del publico por tipo de Rentabilidad

	Tasa de interés Selic	Tipo de cambio	Deuda indexa a tasa interés en millones de U\$S	Deuda index a Tasa prefijada En mill. U\$S	Deuda indexada en Dólares
Ene 04	16.50%	2.85	157.55	32.11	27.60
Junio 04	16.00%	3.12	148.48	40.88	21.59
Sep. 04	16.25%	2.89	155.55	46.60	18.76
Oct.04	16.75%	2.85	160.78	47.42	17.36
Nov.04	19.25%	2.78	164.79	52.82	16.38
Dic.04	17.75%	2.71	170.84	60.05	15.40
Ene05	18.25%	2.69	182.72	57.49	14.06
Feb.05	18.75%	2.59	190.49	66.69	13.37
Marz.05	19.25%	2.69			

Fuente: K&M en base a Tesoro Nacional Febrero/ 2005

En principio, habría que examinar los objetivos del BCB. La autoridad monetaria ha tratado de manejar el potencial riesgo de la deuda en dos direcciones. Disminuyendo la exposición de Brasil a la deuda indexada por tipo de cambio, es decir en dólares, sustituyéndola por deuda en reales a tasa de interés, ya sea esta prefijada (pautada con anterioridad) o a través de la tasa SELIC. Por otra parte, mediante la sustitución, ha tendido a desconcentrar los vencimientos de la deuda en el corto plazo.

Los logros, si toma en cuenta el reemplazo de la deuda y su costo han sido parciales. Es decir, la deuda indexada a tipo de cambio ha disminuido de 27.600 millones de dólares en enero del 2004 a 13.700 millones en Febrero del 2005. En el mismo periodo, el tipo de cambio disminuyó 5.9% y la deuda indexada por tasa de interés se incrementó en U\$S 32.900 millones, producto de un aumento de 300 puntos de la tasa de interés.

Si tomamos en cuenta tanto la tabla antes expuesta como la siguiente, los datos son poco alentadores. La misma marca los vencimientos de los títulos en poder del público de acuerdo a su vencimientos. Estos han experimentado una merma, sólo en los periodos más lejanos, es decir de 3 a más años. De hecho los vencimientos en los próximos doce meses por tipo de rentabilidad, se han mantenido en casi todos los rubros, con excepción del tipo de cambio.

Estructura de vencimientos de títulos federales en poder del público en %

	Antes 1 año	De 1 a 2 años	De 2 a 3 años	De 3 a 5 años	+ de 5 años
Enero 2004	35.34%	25.63%	18.77%	11.03%	9.23%
Junio 2004	42.28%	27.13%	11.81%	9.34%	9.73%
Febrero 2005	43.21%	27.86%	12.86%	6.47%	9.60%

Fuente: KP&M en base al Tesoro Nacional

Estas políticas significan que la exposición externa y riesgo de Brasil han cambiado notoriamente: nosotros creemos que no. Sí bien es cierto que los indicadores mostrados por la deuda de Brasil han expresado una mejoría en su perfil y está menos expuesta a las fluctuaciones cambiarias, su contrapartida, el aumento de la deuda indexada a tasas de interés, la vuelve más vulnerable a las decisiones de política monetaria. Las autoridades creen que la vulnerabilidad del tipo de cambio es mayor que la de la tasa de interés, por lo que entienden que es mejor un mayor endeudamiento público con menor exposición cambiaria.

Dado el contexto internacional, no pareciera que las tasas de interés fueran a disminuir en el mundo, y menos aun en Brasil. Dependiente de la tasa de interés americana, Brasil adiciona a la vez, el problema de ser un importador neto de petróleo. Si la tendencia del crudo sigue el curso que ha experimentado hasta el presente, la inflación mundial aumentará y Brasil sufrirá ésta presión. Lo que presupone un ciclo alcista de tasas. En un contexto de depreciación del dólar mundial y revalorización del real

La atracción de capitales para financiar los desequilibrios de la economía es el talón de Aquiles de Brasil. El costo de haber reducido la exposición cambiaria y el pago de intereses por deuda es realmente significativo. Brasil paga anualmente de intereses de su deuda U\$S 49.791 millones, de los cuales son financiados con superávit primario U\$S 33.146 millones (4.64% del PBI) Le restan financiar unos U\$S 16.645 millones anualmente para realizar los pagos necesarios internos externos.

Superávit fiscal y deuda

Años	Superávit primario / PBI	Deuda/PBI
1998	0.01%	41.71%
1999	3.19%	49.70%
2000	3.46%	49.30%
2001	3.64%	52.63%
2002	3.89%	55.50%
2003	4.37%	57.20%
2004	4.64%	51.90%

Los esfuerzos realizados no han alcanzado para financiar la tremenda licuación de fondos que realiza al exterior anualmente. La necesidad de atraer flujos externos para poder financiar sus desequilibrios son el fin de las altas tasas de interés, sin ellas, Brasil sufría enormemente. Al poner en los niveles mas altos del mundo las tasas reales de interés, el establishment de Brasil se asegura, al menos dos aliados incondicionales: los bancos y el

FMI.

La relación con el sistema financiero se encuentran en uno de los pináculos de su historia. La tasas de ganancia que ha generado el gobierno de Lula durante sus dos primeros años se encuentran expresadas en el siguiente cuadro.

Ganancia principales Banco en millones de R\$

BANCOS	2002	2003	2004	Incremento Ganancia
Itaú	2.377	3.152	3.776	58.85%
Banco do Brasil	2.028	2.318	3.024	49.11%
Bradesco	2.211	2.300	3.060	38.39%
Banespa	2.818	1.746	1.750	-37.89%
Unibanco	1.015	1.600	1.400	37.93%
HSBS	112	190.1	426.15	280%

Fuente: KP&M en base a FEED

Debido a estas exigencias sobre sus espaldas y con la lógica liberal, Brasil abre aun más su economía con el afán de asegurar a los inversores que podrán dormir tranquilos. Dos resoluciones del BCB del 4 de marzo del corriente año (Res. 3.265 y 3.266) unificaron el mercado cambiario y generaron una nueva reglamentación para liquidación de exportaciones.

En una reunión extraordinaria el Consejo Monetario Nacional (CMN) aprobó y unificó el mercado libre de cambio, modificando la forma de operación de las cuentas CC-5 y aprobó una nueva reglamentación en los tiempos de la liquidación de las exportaciones de Brasil.

Hay dos datos extremadamente llamativos en estas resoluciones de la autoridad monetaria. La primera es la flexibilización de las cuentas CC-5, mismas que sirven para enviar remesas de dinero al exterior. Las cuentas empleadas por personas físicas y empresas fueron utilizadas como mecanismo de fuga de divisas de Brasil, llevando a un escándalo por el desaparecido Banestado que fugó U\$S 20.000 millones durante la presidencia de F.H. Cardoso.

La restricción al movimiento de fondos se encontraba en la registración de operaciones superiores a los R\$ 10.000, ahora podrán realizarlas en cualquier banco y sin restricción alguna, por lo que la fuga de capitales queda institucionalizada

El segundo punto es la extensión del plazo para la liquidación de las divisas de exportación en reales. Hasta ahora la conversión de créditos en moneda extranjera por reales se hacía a los 20 días de realizado el pago, ahora los exportadores tendrán 210 días para reconvertir sus dólares en moneda del país.

En la agenda 2005, anterior al alejamiento del FMI, el gobierno ya había decidido insistir con una serie de reformas que dejarían contento a su viejo amor (el FMI) y a sus nuevos aliados los mercados financieros.

1. Desvinculación del salario mínimo con las jubilaciones
2. Autonomía del BCB
3. Reforma fiscal
4. Reforma laboral

Sólo tomaremos de forma breve las dos primeras:

- ✓ La desvinculación del salario mínimo de las jubilaciones permitirá, según el gobierno, una mayor seguridad a la evolución futura de la economía. El gasto corriente no se expandirá ante cada recomposición del salario mínimo, aumentando los déficit del INSS que han pasado de representar el 2.5% del PBI en año 1988 al 7.3% en la actualidad.
- ✓ En cuanto a la autonomía del BCB, es importante al reducir la incertidumbre en cuanto a la evolución de la inflación futura, en la desvinculación de la política monetaria a los inestables ciclos de la política de Brasil. Disociar política de técnica económica es un compromiso con la estabilidad del estado.