

# **INFORME POLÍTICO Y ECONÓMICO DE BRASIL**

**Nro 39**

Junio de 2004

**Editor Responsable: Juan Carlos N. Soldano Deheza**

---

SCN Qd 01 – BI E – Ed. Central Park – Sala 908 – BRASILÍA, DF – 70711-903  
Tel/fax: 55-61-3285447 – e-mail: [jsoldano@apis.com.br](mailto:jsoldano@apis.com.br)

# **INFORME POLÍTICO ECONÓMICO DE BRASIL – 39**

## **ÍNDICE**

### **INFORME POLÍTICO**

**Las pesadillas de Lula  
Encuestas, elecciones municipales y reelección**

### **INFORME ECONÓMICO**

#### **INDICADORES**

#### **COYUNTURA**

**Datos anticipados confirman crecimiento de la economía  
Cambian las perspectivas sobre la evolución de la tasa de interés**

#### **SECTOR FISCAL**

**Los fondos de pensión brasileños y la deuda pública**

#### **SECTOR EXTERNO**

**La Inversión Extranjera Directa en Brasil – Datos preocupantes  
Las exportaciones de bienes manufacturados brasileños –  
Evolución y perspectivas**

# INFORME POLÍTICO

## **Las pesadillas de Lula**

La conformación de la estructura política brasileña define la casi imposibilidad de que un único partido pueda elegir el Presidente de la República y alcanzar una mayoría en el Congreso.

Ello es ampliamente reconocido por los analistas políticos y estrategas de todos los partidos.

De hecho, el único partido que pretendía cambiar este estado de cosas, el PT, reconoció, en las últimas elecciones presidenciales, que era imposible triunfar sin un amplio sistema de alianzas. Tanto es así que el propio Lula dijo en su momento que era pre-requisito para su candidatura que el partido aceptara un amplio abanico de alianzas.

Estas alianzas definieron la elección, no tanto por la cantidad de votos que los partidos aliados incorporaron a la fórmula ganadora, sino por la percepción por parte de la sociedad de que ello significaba un alejamiento por parte del PT de cualquier intento de radicalización.

Sin embargo nuestra percepción es que este "requerimiento" social no es captado en toda su dimensión por una significativa porción de cuadros petistas, en todos los niveles, sobre todo en la medida que requiere un significativo proceso de negociación con partidos que están alejados del pensamiento del PT.

A ello debe sumarse, como comentamos en anteriores oportunidades, que el gerenciamiento de la "máquina" federal y las limitaciones derivadas del ejercicio efectivo del poder provocan en forma permanente conflictos entre los deseos y las reales posibilidades de ejecución de las propuestas partidarias.

Ello genera una situación adicional de conflicto dentro del gobierno como es la derivada de la lucha entre las posiciones "aliancistas" y "no aliancistas" dentro del propio PT, en el cual Lula se ve obligado a enfrentar significativas resistencias internas que contribuyen, en forma adicional, a la parálisis de la máquina administrativa y generan un significativo desgaste político, tanto para la imagen del PT como gobierno cuanto para la propia imagen del Presidente.

Obsérvese además que, de las propias declaraciones presidenciales, surge que los sectores presentados como de mayor éxito hasta el momento en la gestión, excepto Fazenda, que aunque comandado por un petista de pura cepa representa una continuidad de las políticas del gobierno anterior, ninguno de ellos se encuentra comandado por el PT (política externa-cuadros de línea de Itamaraty; comercio exterior-empresario; agricultura-empresario), y a ello debe sumarse que la mayor parte de los escándalos de corrupción, hasta el momento, han sido protagonizados por personas vinculadas directamente al PT.

Debe notarse que la aprobación de las principales reformas constitucionales y leyes en este primer año y medio de gobierno contó en forma adicional con la benevolencia de los partidos opositores que, a través de diferentes manejos parlamentarios, facilitaron su consecución.

Pero en el contexto de un año electoral y ante el significativo desgaste del gobierno ante la opinión pública parecería esa benevolencia tiene límites cada vez más estrechos.

Un cabal ejemplo de ello es la reciente votación del aumento del salario mínimo en el Congreso, en que la propuesta del Ejecutivo fue rechazada por el Senado, lo que genera un desgaste político adicional para el gobierno debido a la exposición que el tema tiene frente a la opinión pública. Y ello es del mayor interés de una oposición que pretende de alguna manera "federalizar" las elecciones municipales.

Por otra parte, el gobierno petista no parece haber sido muy eficiente en la administración del tradicional "fisiologismo" de la política brasileña, ya que las quejas de los diputados respecto al no cumplimiento de palabras empeñadas en cuanto a la liberación de enmiendas al presupuesto para la realización de obras en sus "corrales" electorales así como en la asignación de cargos en el sector público, son crecientes.

Cabe esperar en el futuro crecientes dificultades para la aprobación de leyes en el Congreso frente a este escenario.

Sin embargo, debe notarse que la muerte del viejo caudillo Leonel Brizola, líder del PDT, que de manera crítica forma parte de la coalición gubernamental, abre la puerta a la fragmentación de este partido, y debe esperarse que una proporción significativa de los miembros de esa bancada, liderada por el ex ministro Miro Teixeira, ingrese al PT, consolidando de este modo la bancada del PT en ambas Cámaras y eliminando, de manera parcial, algunos focos de conflicto.

### **Encuestas, elecciones municipales y reelección.**

Las más recientes encuestas muestran un acentuado deterioro de la imagen del gobierno y del PT.

<b>Evaluación Presidente</b>					
Fecha	Ene-03	May-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04
Positiva	56,60%	51,60%	41%	34,60%	29,40%
Regular	17,70%	35,70%	41,90%	42,70%	44,20%
Negativa	2,30%	7,20%	12,90%	19,40%	24,10%

Fuente: 70 Encuesta CNT/Sensus

Estos se resultados se encuentran estrechamente correlacionados con la caída observada en el desempeño personal del Presidente.

<b>Desempeño Personal del Presidente</b>					
Fecha	Ene-03	May-03	Dic-03	Mar-04	Jun-04
Aprueba	83,60%	78%	69,90%	59,60%	54,10%
Desaprueba	6,80%	13%	21%	30,50%	37,60%
NS/NC	9,60%	9,00%	9,10%	9,90%	8,30%

Fuente: 70 Encuesta CNT/Sensus

Ello es, a nuestro modo de ver, un subproducto directo de la insatisfacción de la sociedad con la falta de percepción de crecimiento económico y aumento del desempleo, unido a la incapacidad del gobierno de poner en marcha los programas sociales anunciados oportunamente.

En este contexto, la oposición va a intentar federalizar, en la medida de lo posible, las elecciones municipales a efectos de disminuir el crecimiento esperado de municipios a ser gobernados por el PT.

Dentro de esta elección existe una que merece particular atención ya que tiene un carácter simbólico; la elección de São Paulo, principal ciudad de Brasil.

En ella se enfrentan como principales jugadores, la actual intendente, Martha Suplicy (PT), el ex candidato presidencial del PSDB, José Serra y el ex intendente Paulo Maluf (PP).

Actualmente las encuestas de opinión muestran un virtual empate entre los dos primeros y muy cerca de ellos se encuentra colocado Maluf

Este último enfrenta acusaciones de corrupción que podrían llegar a descalificar su candidatura. De cualquier manera no se espera que este candidato llegue a la segunda vuelta electoral, con lo cual sus votos (aproximadamente 19% del total) se convertirán en definitorios. Debe notarse que, aunque su figura es ampliamente rechazada por el resto del espectro político, su partido (PP) forma parte de la base electoral del gobierno.

No obstante, por el perfil de su electorado (populista de centro – derecha) puede suponerse que una proporción importante de dichos votos debería ir al candidato del PSDB, José Serra.

Dada la envergadura política de los dos contendientes, la dimensión electoral y simbólica de la ciudad de San Pablo y la seguridad que habrá una segunda vuelta, en esa última etapa habrá con toda seguridad un fuerte proceso de federalización de la elección, que puede llevar a que dicha elección sea sumida como plesbicitaria de la actual gestión del Presidente Lula.

¿Cuáles pueden ser las consecuencias políticas del resultado de esta elección?.

Si gana Martha Suplicy (PT), el gobierno se verá fortalecido, pero se abre un nuevo espacio de conflicto interno dentro del partido ya que se suma un nuevo candidato al gobierno del Estado de San Pablo, a los presumibles contendientes, José Dirceu, Aloizio Mercadante y José Genuino, que cuenta con el crédito de haberse impuesto en una difícil elección. Ello tenderá a generar significativos conflictos políticos internos que podrán complicar aún más la vida dentro del Palacio del Planalto.

Si pierde la elección, se abre un nuevo espacio de acción para la oposición, que resultará en un automático candidato presidencial y un renovado accionar opositor dentro del Congreso Federal, pudiendo esperarse que prácticamente cese cualquier tipo de migración desde la oposición con destino a los partidos de la base aliada y, en la medida que se acerca la elección presidencial, y según como se presenten las posibilidades del gobierno, podría comenzar a observarse un parcial desgajamiento de la alianza pro-gubernamental.

Por otra parte, el triunfo de Serra puede provocar un eventual conflicto interno con los otros tres potenciales candidatos del PSDB, el actual gobernador de San Pablo, Gerardo Alckmin, que no puede ser reelegido, el gobernador de Minas Gerais, Aécio Neves y el Senador por Ceará, Tasso Jereissati, dadas las características personales de Serra.

No obstante, la crisis que seguramente provocará el triunfo de Serra en la elección de San Pablo, consideramos que la actual tendencia de crecimiento de la economía tiene condiciones para mantenerse, como mínimo, a lo largo del próximo año y medio, abriendo condiciones para que Lula llegue a la elección

de 2006 en razonables condiciones políticas para poder ganar las elecciones, aunque, sin lugar a dudas, de manera más ajustada de lo que fue en 2002.

## INFORME ECONÓMICO

### INDICADORES

#### Estimación del mercado

Fecha			media	media
		JULIO	2004	2005
IPC-A (% mensual /anual)		0.90	6.96	5.50
IPC-A Prox. 12 meses			6.25	
IGP-DI (% mensual /anual)		1.00	10.98	6.0
PBI (% de incremento)			3.5	3.5
BAL. COMERCIAL (en miles de millones U\$S)			27.51	23.6
CTA CTE (en miles de millones U\$S)			4.2	0
SUPERÁVIT PRIMARIO (%PBI)			4.25	4.25
EVOLUCIÓN DEL DÓLAR (fin de año)			3.10	3.25
TASA SELIC			15.0	13.5

#### Estimación propia

Fecha			media	media
		JULIO	2004	2005
IPC-A (% mensual /anual)			7.0	5.50
IPC-A Prox. 12 meses			6.5	
IGP-DI (% mensual /anual)			10.5	6.50
PBI (% de incremento)			3.5	3.5
BAL. COMERCIAL (en miles de millones U\$S)			27.0	23.0
CTA CTE (en miles de millones U\$S)			3.5	-1.0
SUPERAVIT PRIMARIO (%PBI)			4.25	4.25
EVOLUCIÓN DEL DÓLAR (fin de año)			3.10/3.15	3.20/3.25

### COYUNTURA

#### Datos anticipados confirman crecimiento de la economía

Los indicadores anticipados de IPEA muestran una sostenida tendencia de crecimiento del sector industrial. Los tres componentes de este indicador (producción de automóviles, cartón corrugado y acero) presentan un crecimiento estacionalmente ajustado de 2,1% en mayo respecto a abril y un acumulado de 6,5% en los primeros cinco meses del año.

El único de los tres indicadores que mostró una baja fue la producción de acero, probablemente debido a la baja en los precios de los commodities, aunque debe resaltarse que muestra un significativo crecimiento en lo que va del año y a lo largo de los últimos doce meses.

El aumento en la producción de cartón corrugado es muy relevante ya que es uno de los principales indicadores anticipados sobre la evolución del consumo interno y su significativa recuperación desde mediados del año pasado

muestra, como mínimo, una expectativa positiva por parte del sector industrial respecto a la evolución esperada del consumo interno.

Estos datos se ven reforzados por la información suministrada por la encuesta mensual de comercio de IBGE, que muestra una tendencia creciente.

<b>Índice de Ventas Minoristas (Variación porcentual)</b>				
	Abril 04 / Marzo 04	Abril 04 / Abril 03	Acum. Año	12 meses
Volumen de ventas del comercio minorista	1,2	9,9	8	0,4
Combustibles y lubricantes	-1,1	9,1	7,9	0,1
Hipermercados, Prod. Alimenticios, bebidas y tabaco	-0,2	5,7	4,7	-1,4
Hiper y supermercados	0,5	7,2	4,7	-1,3
Tejidos, vestuario y calzado	-4,8	-2,3	0,1	-2,9
Muebles y electrodomésticos	3,4	32,8	25,9	10,3
Vehículos y motos, partes y piezas	0,5	13,3	12,9	1,2

Fuente: IBGE/PMC

La evolución del comportamiento de los capítulos de muebles y vehículos se encuentra también plenamente justificada por la evolución del crédito con recursos libres, que muestra un significativo incremento real para todos los períodos considerados.

**Evolución del crédito al sector privado (% de incremento s/período inmediato anterior)**

Variación %	Personas físicas	Personas jurídicas <sup>1/</sup>	Personas jurídicas <sup>2/</sup>	Total
Mes	2,5	2,3	7,6	3,6
Trimestre	7,4	5,5	15,7	8,5
Año	11,6	5,0	19,8	10,8
12 meses	19,9	13,4	12,3	15,6

Fuente: Banco Central de Brasil – (1) en moneda nacional (2) en moneda extranjera

Este comportamiento extremadamente positivo tiene como razón de ser la caída observada en la mora y la baja en las tasas de interés, así como la aplicación de algunas nuevas modalidades de crédito (descuento en la hoja de salarios) que permiten una considerable reducción en las tasas de interés aplicadas dada la disminución de riesgo que ello significa.

El conjunto de indicadores permitir presumir que la estimación del Banco Central respecto a que el crecimiento del Producto será como mínimo de 3,5% es altamente realista, ya que a partir de los datos de evolución del PBI en el primer trimestre (+1.6%), sería necesaria una tasa de crecimiento de 0,5% por trimestre para llegar a 3,5%.

El segundo trimestre está apuntando para una tasa superior 0,5% lo que permite re-estimar la tasa de crecimiento de Brasil para este año para valores en el rango de entre 3,5 y 4%.

En forma adicional, las más recientes cifras sobre crecimiento del nivel de empleo y las expectativas sobre recomposición del poder de compra de la demanda interna, permiten suponer que el consumo interno será el principal elemento dinamizador del crecimiento en el segundo semestre. Sin embargo debemos hacer notar que este tiene un techo relativamente cercano, derivado del alto nivel de ocupación de la capacidad instalada.

Dado que el incremento en la producción de bienes de capital tiene como principal explicación el incremento de las exportaciones de este tipo de bienes, la conclusión lógica es que el aumento en el potencial de producción de la economía se encuentra relativamente limitado. Para subsanar este problema debemos encontrar fuentes de financiamiento para la expansión del potencial productivo. Si las fuentes de ahorro disponibles para financiar la inversión son tres: ahorro de las familias, ahorro externo y ahorro del sector público y este último desahorra, el ahorro externo se encuentra en niveles muy bajos, la única fuente disponible es el ahorro de las familias. Ello implica que ellas no podrán recuperar muy rápidamente el poder de compra perdido ya que deberán financiar el aumento en el potencial productivo de la economía, y las tasas de crecimiento de la productividad de los factores no parecen poder compensar este efecto.

Ello nos lleva a la conclusión que el principal motor del crecimiento brasileño continuará siendo el sector externo y que, como consecuencia, deberemos continuar esperando importantes saldos positivos de balanza comercial.

Al contrario de lo observado hasta ahora el sector agropecuario deberá operar en sentido contractivo en los próximos 2 trimestres, afectado por la merma en la cosecha de soja (la caída es cercana a las 10 millones de Tn) y la caída en los precios internacionales de los commodities.

### **Cambian las perspectivas sobre la evolución de la tasa de interés**

La última acta del Copom abre una nueva perspectiva sobre la evolución futura de la tasa de interés, obligando a una revisión de nuestras anteriores expectativas.

En un régimen de Inflation Targeting, la cuidadosa lectura de las actas del Comité de Política Monetaria permite analizar la expectativa respecto de la evolución de la tasa de interés para el corto plazo.

En esta Acta, el Banco Central se manifiesta confortable con el actual nivel de tasas de interés y manifiesta que la economía se encuentra en una trayectoria de crecimiento sostenido, y sus modelos predictivos definen que a este tipo de cambio y con este nivel de tasas de interés la meta de inflación para 2004 será levemente sobrepasada (producto de los shocks de oferta) y en 2005 es probable que la inflación sea menor a la meta establecida.

Este escenario debería preanunciar una baja en las tasas de interés a relativamente corto plazo.

Sin embargo, el continuo deterioro de las expectativas del mercado respecto a las perspectivas de la inflación para 2004 y 2005 lleva a que exista una dura frase en el texto de la mencionada Acta; *“No entender dos membros do Copom, a magnitude da deterioração observada ao mesmo tempo para horizontes mais longos não é compatível com a noção de que, na presença de eventuais choques de oferta de caráter mais permanente, a política monetária não acomodará em hipótese alguma os possíveis efeitos secundários de tais choques”*.

A nuestro modo de ver esta frase está señalando que el Banco Central mantendrá la tasa de interés en los niveles actuales, por un período de tiempo bastante más prolongado que lo que esperábamos, de manera tal de no

convalidar la expectativa de una inflación mayor e influir sobre las expectativas de los agentes económicos con relación a la inflación para 2005.

Adicionalmente creemos que se abre una puerta para un eventual aumento en la tasa Selic, caso las expectativas sobre la inflación futura continúen siendo desfavorables. El gatillo que puede detonar este aumento es que el mercado asuma la posibilidad de que la inflación de 2005 llegue a 6%.

Debe notarse que dada la inflación esperada para 2004 y mantenida la tasa de interés nominal, la tasa de interés real será de cerca de 9%, que parece ser compatible, por lo menos en 2004, con una expansión de la economía en el entorno de 3,5%.

Al cierre de esta edición se conoció el Informe sobre inflación correspondiente al segundo trimestre del año.

A partir de su lectura se confirman las expectativas de una inflación superior a la prevista anteriormente por el BCB, dado el actual tipo de cambio y tasa de interés, que confirma la perspectiva mencionada en los anteriores párrafos referentes a la manutención de la tasa Selic en los actuales niveles hasta cerca de fin de año.

Otra cuestión que es tocada en el Informe y que merece un comentario aparte, ya que hacemos referencia específica a ello en nuestro informe de Coyuntura, es la relacionada con el Producto Bruto Potencial. El BCB se dice poco preocupado en el corto plazo ya que existe capacidad ociosa en la mayor parte de los sectores que están impulsando el crecimiento económico, sin embargo manifiesta preocupación con relación al mediano y largo plazo dada la baja tasa de inversión de la economía que puede producir restricciones de oferta provocando presión sobre los precios.

## **SECTOR FISCAL**

### **Los fondos de pensión brasileños y la deuda pública**

Un aspecto pocas veces analizado, por lo menos a nivel periodístico, es la influencia que tienen los fondos de pensión en la deuda pública y su significado como fuente de estabilización de su roll over.

Estos tienen, de la misma manera que en Argentina, la función de complementar los ingresos de los jubilados que contribuyen bajo los diferentes regímenes jubilatorios, tanto sea para la jubilación del sector público (Régimen Jurídico Único) como de los trabajadores que contribuyen bajo el Régimen de la Ley de Contratos de Trabajos (CLT).

Muchos de los fondos más importantes provienen de empresas estatales o privatizadas, en los cuales, dado que su gobierno es colegiado, el gobierno tiene influencia en sus decisiones de inversión, lo que ha otorgado y otorga un invaluable poder político a estos fondos.

Una clara muestra de su importancia es el crucial rol que jugaron en las privatizaciones, donde por la vía de diferentes consorcios son importantes accionista de la mayor parte de las empresas privatizadas y su participación fue definitoria para el éxito de las privatizaciones.

Pero nuestro objetivo hoy no es analizar su rol político, sino mostrar el trascendente papel que juegan el roll over de la deuda pública, como los únicos jugadores realmente de largo plazo en el mercado de capitales brasileño.

**Activos financieros y distribución de cartera de los Fondos de Jubilación  
Complementaria (en millones de R\$)**

	dec -94	dec -95	dec -96	dec -97	dec -98	dec -99	dec -00	dec -01	dec -02	dec -03
<b>Activo total</b>	<b>46.488</b>	<b>57.461</b>	<b>71.672</b>	<b>86.861</b>	<b>90.757</b>	<b>115.124</b>	<b>130.077</b>	<b>154.578</b>	<b>164.498</b>	<b>216.180</b>
Títulos Públicos	1.771	2.557	4.115	3.240	5.918	7.307	8.588	17.513	22.471	27.419
Fondos de inversión RF	5.779	6.826	12.064	16.729	20.648	36.423	47.710	62.411	69.089	96.343
Fondos de inversión RV			1.832	9.302	9.214	14.066	14.881	16.232	20.067	21.536
Otros	38.938	48.078	53.661	57.590	54.977	57.328	58.898	58.422	52.871	70.882
<b>PBI</b>	<b>879.158</b>	<b>916.259</b>	<b>941.548</b>	<b>976.991</b>	<b>977.661</b>	<b>1.010.168</b>	<b>1.101.255</b>	<b>1.198.136</b>	<b>1.346.028</b>	<b>1.514.924</b>
<b>Activos/PBI</b>	<b>5,29%</b>	<b>6,27%</b>	<b>7,61%</b>	<b>8,89%</b>	<b>9,28%</b>	<b>11,40%</b>	<b>11,81%</b>	<b>12,90%</b>	<b>12,22%</b>	<b>14,27%</b>
Tit. Pub. / PBI	0,20%	0,28%	0,44%	0,33%	0,61%	0,72%	0,78%	1,46%	1,67%	1,81%
F.I. RF/PBI	0,66%	0,74%	1,28%	1,71%	2,11%	3,61%	4,33%	5,21%	5,13%	6,36%
FI RV/PBI	0,00%	0,00%	0,19%	0,95%	0,94%	1,39%	1,35%	1,35%	1,49%	1,42%
Otros / PBI	4,43%	5,25%	5,70%	5,89%	5,62%	5,68%	5,35%	4,88%	3,93%	4,68%

Fuente: Abrapp

Obsérvese que la participación de los activos financieros de estos fondos como porcentaje del PBI es creciente como también es creciente la participación en títulos públicos y en fondos de inversión (que en buena parte son tenencias de títulos públicos bajo una figura diferente que permite el no pago de CPMF – Impuesto a los débitos- ante cambios en sus activos).

Un reciente trabajo de Abrapp, que todavía no fue publicado, muestra que, dada la composición de la cartera de inversiones de todos sus asociados, el segmento de los fondos de pensión posee alrededor de 15% del total de la deuda pública en poder del mercado (aproximadamente R\$ 100.000 millones) y que son, adicionalmente, los principales tenedores de títulos de la deuda pública indexados a índices de precios.

Por otra parte, puede advertirse en su composición de cartera que existe una tendencia a privilegiar activos cada más líquidos – y los títulos públicos lo son por excelencia- lo que sería función de la cercanía de varios de ellos a los períodos de maduración de sus aportantes.

La propensión a comprar títulos indexados por índices de precios se debe a la necesidad que los Fondos tienen de asegurar rendimientos mínimos actuariales.

Si bien se podrían realizar análisis adicionales sobre estos aspectos, vamos a intentar centrarnos en sus eventuales impactos sobre la sustentabilidad de la deuda pública.

En primer lugar debemos remarcar la importancia de contar con tenedores significativos de largo plazo de títulos públicos ya que ello asegura la posibilidad de realizar el roll over de la deuda. A su vez los Fondos cuentan con un flujo de ingresos positivo, al que se adiciona su resultado operativo, que les permite incrementar su exposición frente a diferentes activos.

En segundo lugar contar con tomadores de títulos a largo plazo con interés en operaciones indexadas a índices de precios, ayuda a que el Banco Central pueda realizar operaciones de sintonía fina en el mercado monetario con menor impacto en la tasa de interés. Esto es particularmente relevante dada la tendencia a la disminución de la deuda interna indexada al dólar y la

necesidad que disminuya también la participación de títulos post fijados (emisiones a tasa Selic) por cuestiones de impacto de la política monetaria.

En tercer lugar, la creciente participación en el PBI de los Fondos y su necesidad de mantener activos líquidos y que otorguen una razonable rentabilidad, asegura la existencia de tomadores para nuevas colocaciones de deuda, ya que existe un mercado semi-cautivo.

En cuarto lugar, las aplicaciones financieras de los Fondos están reguladas por el sector público, por lo cual en una situación límite podría obligarse a los Fondos a invertir la totalidad de sus nuevos recursos (contribuciones de sus asociados) en bonos públicos limitando la necesidad de acceso del Tesoro al mercado. Obviamos la posibilidad de que se obligue a los Fondos a vender sus participaciones en otros tipos de inversiones ya que eso llevaría a una generalizada caída de precios en el sector inmobiliario y en la Bolsa.

En definitiva, a nuestro modo de ver, la progresiva importancia que están teniendo los Fondos de Jubilación Complementaria, debería contribuir a reducir el temor respecto a la sustentabilidad de la deuda pública interna brasileña, ya que existen compradores compulsivos o que lo podrían ser potencialmente.

En el mediano plazo, y en la medida que se mantengan significativos superávits primarios, deberá conjugarse un doble efecto de tendencia de reducción de la relación Deuda / PBI con una creciente participación de tenedores de deuda de largo plazo, que deberá reducir en forma significativa la volatilidad –por la vía de la participación de títulos indexados- de la deuda pública interna, ayudando a consolidar la situación fiscal brasileña.

## **SECTOR EXTERNO**

### **La Inversión Extranjera Directa en Brasil – Datos preocupantes**

Dentro del excepcional comportamiento que ha venido presentando el sector externo brasileño, con saldos récord de balanza comercial y saldo positivo en la cuenta corriente del balance de pagos, existe un elemento que empieza a generar preocupación, como son los reducidos flujos de Inversión Extranjera Directa (IED).

Estos flujos cumplen con dos funciones principales además de colaborar en el andamiaje macroeconómico reduciendo la necesidad de recurrir a préstamos para cubrir déficit en la balanza de pagos; son una fuente muy significativa de ahorro externo para suplir la necesidad de financiamiento de la economía y en muchos casos las inversiones externas cumplen la función la aumentar la productividad total de los factores por la vía de la incorporación de nuevas tecnologías que luego tienden a difundirse por la economía como un todo.

Cuando observamos el comportamiento de la IED en los últimos años podemos observar que luego del pico observado en 2000, subproducto de las inversiones en el sector de telecomunicaciones y los residuos de privatizaciones, estas comienzan a caer de manera significativa llegando a 1/3 de su pico en 2003 y a partir de ahí parecen estabilizadas en un valor cercano a los U\$S 10.000 millones/año.

O sea de valores cercanos a 5% del PBI –que significaba un incremento en el ahorro total de esa misma proporción- se cae a un nivel cercano a 2% del PBI.

		Saldo de transacciones corrientes			Inversión extranjera directa		
		Valor Mensual U\$S	Últimos 12 meses U\$S	% PIB Últimos 12 meses	Valor Mensual U\$S	Últimos 12 meses U\$S	% PIB Últimos 12 meses
1999	Dic.	- 2 999	- 25 335	-4,72	2 353	28 578	5,33
2000	Dic	- 2 939	- 24 225	-4,02	2 305	32 779	5,44
2001	Dic	- 1 787	- 23 215	-4,55	3 659	22 457	4,41
2002	Dic	- 84	- 7 637	-1,66	1 503	16 590	3,61
2003	Dic	346	4 063	0,82	1 409	10 144	2,06
2004	Ene	669	4 572	0,92	993	10 231	2,05
	Feb	197	4 975	0,99	1 024	10 467	2,09
	Mar	817	5 622	1,11	703	10 886	2,14
	Abr	- 735	5 842	1,14	381	10 470	2,04
	May	1 478	6 446	1,24	207	10 136	1,95

Fuente: Banco Central

Por otra parte se observa en el siguiente cuadro que, en 2003 y también en lo que va de 2004, una parte significativa de la IED (aprox. ¼ del total) es conversión de deuda en capital con las matrices (capitalización de préstamos a la filial). Evidentemente, en algún momento, estos préstamos fueron inversiones en activos físicos o financiamiento de capital de trabajo, pero eso es en el pasado, no en el presente.

Ello tiene un efecto positivo en el balance de pagos porque reduce el pago de intereses, aunque en el futuro introducirá presión por el lado del pago de dividendos, pero significa que, en la práctica el volumen de inversiones nuevas –greenfield- es todavía más reducido, disminuyendo los efectos colaterales mencionados en un párrafo anterior.

#### IED en Brasil – en millones de U\$S -

Discriminación	2003*			2004*	
	Mayo	Ene-Mayo	Año	Mayo	Ene-Mayo
Extranjeros en el País	541	3 315	10 144	207	3 307
Ingresos	1 606	6 405	19 238	1 068	6 163
Salidas	1 065	3 090	9 094	861	2 856
Participaciones en el capital	1 004	3 147	9 320	380	3 856
Ingresos	1 133	4 047	13 087	495	4 500
Moneda	370	2 374	7 846	428	3 122
Autónomos	370	2 374	7 846	428	3 122
Privatizaciones	-	-	-	-	-
<b>Conversiones<sup>1/</sup></b>	<b>762</b>	<b>1 664</b>	<b>5 213</b>	<b>66</b>	<b>1 370</b>
Autónomos	762	1 664	5 213	66	1 370
Privatizaciones	-	-	-	-	-
Mercaderías	1	10	29	1	8
Salidas	128	900	3 767	116	644
Préstamos intercompañías	- 463	167	823	- 173	- 549
Desembolsos	474	2 357	6 150	573	1 663
Amortizaciones	937	2 190	5 327	745	2 213
De las cuales conversiones	435	956	2 429	32	731
<i>Memo:</i>					
Contribución neta de las conversiones para IED	327	708	2 784	34	639
Desembolsos totales vía conversiones	762	1 664	5 213	66	1 370
Amortizaciones de conversiones de	435	956	2 429	32	731

empr. intercompañías					
----------------------	--	--	--	--	--

Fuente: Banco Central - \* Datos provisorios – 1/ incluye conversiones de intereses, capital, crédito de proveedores, etc.

Ello nos abre algunos cuestionamientos sobre la capacidad efectiva de crecimiento de Brasil luego de que se alcance su Producto Bruto potencial, situación a la que se debería llegar luego de 2 o 3 años de crecimiento a tasas cercanas a 4%.

Debe notarse que este análisis es fundamentalmente estático, ya que una visión dinámica podría prever que ante un proceso de crecimiento sostenido habrá una mayor propensión a invertir en Brasil.

Uno de los elementos centrales que conspiran contra el crecimiento de la IED son las discusiones sobre los marcos regulatorios en el sector de servicios públicos (particularmente en el campo de la electricidad y saneamiento básico) y el hecho que todavía no se encuentren aprobados los PPP, que permitirán inversiones privadas con algún tipo de garantía estatal sobre el retorno de la inversión.

Debe mencionarse que, según un estudio de la Consultora Tendencias, realizado para la Cámara Brasileña de Inversores en Energía eléctrica, el requerimiento de inversiones en este sector para sustentar una módica tasa de crecimiento de 3,5% del PBI requerirá aproximadamente U\$S 3,5 mil millones/año durante los próximos 8 años, de los cuales más del 60% deberá provenir del sector privado. Y este parecería que, en las actuales condiciones, tiene más tendencia a desinvertir que a invertir.

Cabe esperar que durante el 1er semestre del año próximo sean aprobados estos nuevos marcos regulatorios de manera razonablemente favorable a los intereses del sector privado, pudiendo esperarse un nuevo impulso a la IED hacia fines de 2005.

Pero si ello no ocurriese creemos que la economía brasileña –en ausencia de una drástica contención fiscal que reduzca los gastos del sector público y disminuya la presión impositiva (que este año será cercana a 38% del PBI), situación que parece de cuento de hadas- verá lentamente reducir su tasa potencial de crecimiento.

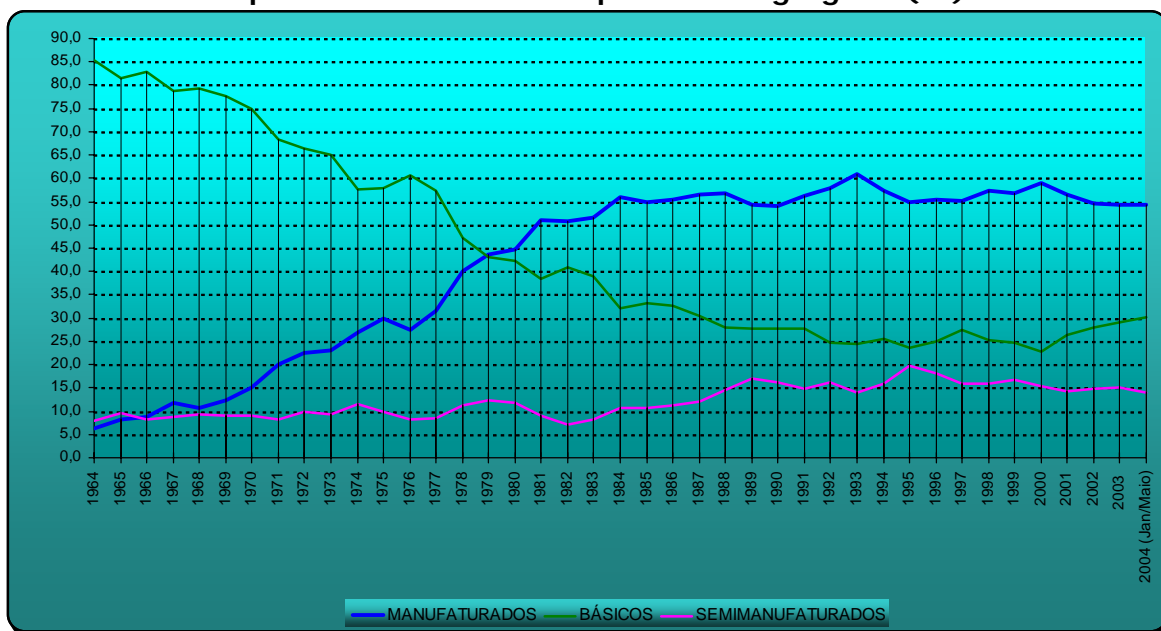
Vale la pena notar que la infraestructura brasileña no está preparada ni en puertos, ni en caminos y vías férreas, para volúmenes de comercio exterior del orden de los U\$S 140.000 mil millones y que deberán expandirse a tasas superiores (visto de manera conservadora) a 5% anual.

En definitiva, los requerimientos de inversión en infraestructura son inmensos y parecería que la única chance de que ellos se produzcan es por la vía de la inversión extranjera ya que el Estado no tiene ni tendrá en el mediano plazo capacidad de invertir en ellos.

### **Las exportaciones de bienes manufacturados brasileñas – Evolución y perspectivas**

Dentro del proceso de aumento de las exportaciones brasileñas es digno de notarse el continuo crecimiento de la participación de los bienes manufacturados hasta principios de los años 80, en que su participación en el total de las exportaciones brasileñas se estanca en niveles cercanos al 55% del total.

### Exportaciones brasileñas por factor agregado (%)



Fuente: MDIC/Secex

Se observa también que existe una pérdida relativa de dinamismo de las exportaciones industriales con relación al total exportado.

	MANUFATURADOS		TOTAL EXPORTACIONES		Manuf.
	Valor	Var %	Valor	Var %	
1970	416		2.738		15,2
1975	2.585		8.670		29,8
1980	9.028		20.132		44,8
1985	14.063		25.639		54,9
1990	17.011		31.414		54,2
1991	17.757	4,4	31.620	0,7	56,2
1992	20.754	16,9	35.793	13,2	58,0
1993	23.437	12,9	38.555	7,7	60,8
1994	24.959	6,5	43.545	12,9	57,3
1995	25.565	2,4	46.506	6,8	55,0
1996	26.413	3,3	47.747	2,7	55,3
1997	29.194	10,5	52.994	11,0	55,1
1998	29.387	0,7	51.140	-3,5	57,5
1999	27.329	-7,0	48.011	-6,1	56,9
2000	32.528	19,0	55.086	14,7	59,0
2001	32.901	1,1	58.223	5,7	56,5
2002	33.001	0,3	60.362	3,7	54,7
2003	39.767	20,5	73.328	21,5	54,2
2003 (Ene/Mayo)	14.679	-	27.128	-	54,1
2004 (Ene/Mayo)	18.429	25,5	33.979	25,3	54,2

Fuente: MDIC/Secex

Comportamiento de las exportaciones de manufacturados <i>vis a vis</i> exportaciones totales		
Período	Var. %	Var. %
Per 70/03	9459,38%	2578,16%
Per 80/03	340,49%	264,24%
Per 90/03	133,77%	133,42%
Per 95/03	55,55%	57,67%
Per 00/03	22,25%	33,12%

Según muestra el cuadro anterior, en el período pos Plan Real, el comportamiento de las exportaciones de manufacturados muestra un significativo grado de desaceleración frente a las exportaciones totales.

Por lo que parece, el proceso de crecimiento de las exportaciones de manufacturados en la segunda década del '90 y lo que va de ésta, está vinculado con las condiciones de mercado de los principales socios comerciales brasileños, en particular con los países del MERCOSUR y ALADI que son los principales clientes de manufacturas brasileñas, más que con una relación directa con el tipo de cambio.

Tampoco parecería existir mayor correlación con la tasa de crecimiento de la economía ni con la absorción interna, ya que en años en que estos crecen también crecen las exportaciones.

Lo que sí parecería poder concluirse es que el proceso de crecimiento se produce en forma errática con una frecuencia de 2 a 4 años y luego existe un cierto estancamiento. No obstante ello, las informaciones existentes para 2004 muestran que estas exportaciones continúan manteniendo un excepcional ritmo de crecimiento fundamentado en la rápida recuperación de las economías latinoamericanas, en particular la Argentina, y en el crecimiento de la economía norteamericana.

Debe señalarse la ampliación de mercados para las manufacturas brasileñas, fenómeno que se ha acentuado en los últimos dos años, que debería proporcionar un nuevo "piso" los valores exportados.

Otro aspecto que no puedo dejar de señalarse es que en los últimos 3 o 4 años se produjo una fenomenal expansión de la exportación de productos primarios agrícolas, que puede, de alguna manera, oscurecer el comportamiento de las exportaciones de manufacturados.

En la medida que la expansión del sector agrícola se mantenga, es probable que continúe cayendo en forma leve, el porcentual de manufacturados en el total de las exportaciones, pero ello no debe ser interpretado como un síntoma de debilidad, sino como el resultado natural de las tasas de rentabilidad de los diferentes sectores de la economía.

Debe tenerse en cuenta que lo que comentamos en punto anterior respecto al problema de la baja tasa de inversión de la economía, se convierte en una cuestión crucial para el sector industrial exportador que requiere de un continuo proceso de inversiones para mantener su competitividad internacional.