

INFORME POLÍTICO Y ECONÓMICO DE BRASIL

Nro 41

Diciembre de 2004

Editor Responsable: Juan Carlos N. Soldano Deheza

Una publicación de JSD Consultoria e Assessoria Empresarial Ltda.
-Todos los derechos reservados-
SCN Qd 01 – Bl E – Ed. Central Park – Sala 1811 – BRASILÍA, DF – 70711-903
Tel: 55-61-3283042 Fax: 55-61-327-9665– e-mail: jsoldano@apis.com.br

INFORME POLÍTICO ECONÓMICO DE BRASIL – 41

ÍNDICE

INFORME POLÍTICO

**Algunas nubes en el cielo electoral
Camino a la reelección de Lula**

INFORME ECONÓMICO

INDICADORES

COYUNTURA

**¿Durante cuanto tiempo más la economía brasileña continuará
con las actuales altas tasas de crecimiento?
El Banco Central, ¿está utilizando las herramientas correctas?**

SECTOR FISCAL

**¿Es necesario renovar el acuerdo con el FMI?
Swaps reversos y relación
Deuda Neta del Sector Público(DNSP) / PBI**

SECTOR EXTERNO

**¿Cuan sustentable es el ritmo de crecimiento de las
exportaciones brasileñas frente a este tipo de cambio?
Una gran ventana de oportunidad para las exportaciones con
origen Argentina**

INFORME POLÍTICO

Algunas nubes en el cielo electoral

En anteriores oportunidades, hace ya más de un año, hemos comentado que el PT parecía adolecer de una significativa falta de capacidad de gestión.

Esta carencia era notoria en el estado de desarrollo de los planes sociales que son, o pretenden ser, la "cara" visible del PT frente al electorado de menores recursos.

También se notaban errores significativos en la articulación política con la coalición de apoyo al gobierno en el Congreso, los que no pasaron a mayores.

Pero a partir de las elecciones municipales, en las que el PT no llegó a cumplir sus aspiraciones en cuanto a cantidad de municipios a ser gobernados por el partido, y en las que perdió dos municipios de gran envergadura y de gran impacto simbólico (San Pablo y Porto Alegre, ambos gobernados por este partido), parecería que las cosas se han ido agravando. En particular, la salida de Marta Suplicy del gobierno del Municipio de San Pablo está llamada a dejar secuelas por acusaciones de haber vulnerado la Ley de Responsabilidad Fiscal, lo que contradice un tradicional argumento del PT en cuando a su responsabilidad como administradores.

En efecto, el gobierno se empeñó hasta principios de diciembre en la aprobación de una enmienda constitucional que permitiría la reelección de los presidentes de la Cámara de Diputados y de Senadores, donde no consiguió conformar las mayorías necesarias para su aprobación por las disputas a ese respecto dentro de su base de sustentación.

Las idas y vueltas respecto a la reforma ministerial y la ampliación de la participación de los partidos socios (en particular el PMDB) en el gobierno federal, unidos a la falta de concreción de promesas realizadas respecto al tipo de atención que sería prestada a los parlamentarios en particular en lo que toca a la liberación de recursos presupuestarios específicos, crearon espacio para un creciente descontento dentro de la coalición de apoyo al gobierno en el Congreso.

Vale la pena señalar como nota de pie de página que el Presidente Lula parece tener grandes dificultades en definir la salida de amigos de viejos tiempos de funciones de responsabilidad en el gobierno federal, así como la necesidad de contener dentro del mismo a las diferentes facciones del partido.

En este contexto el gobierno comenzó a promover la candidatura del diputado Luiz Eduardo Greenhalgh (PT-SP) para la presidencia de la Cámara de Diputados y debió admitir que el principal adversario de la reelección en el Senado, el Senador Renan Calheiros (PMDB – AL) se constituyera en el candidato casi indiscutido a la Presidencia de dicha Cámara.

El Diputado Greenhalgh, genera fuertes resistencias dentro de la Cámara por diversos motivos, que van desde su falta de relación y popularidad con la mayor parte de los restantes diputados hasta su vinculación con el MST, por haber sido abogado defensor de varios de sus líderes.

En este contexto surgió dentro del propio PT otra candidatura, la del diputado Virgilio Guimarães (PT-MG), que no contaba con la bendición del partido, pero sí con la simpatía de muchos diputados de escasa relevancia pública, y donde

no se supo tomar a tiempo medidas para que no le sacara votos al candidato oficialista, como podría haber sido la expulsión del partido para que no pudiera representar al PT.

En este contexto y probablemente como consecuencia de la falta de definición en torno a la Reforma Ministerial, que le hubiera otorgado un ministerio al PP y anulado buena parte de su capacidad de articulación, surgió la candidatura de Severino Cavalcanti (PP-PE), integrante de la coalición de sustento al gobierno, que presentó una plataforma electoral de carácter netamente gremial (aumento de sueldos para los diputados, autos oficiales, más dinero para los gabinetes, etc.) y que contaba también con la simpatía de una buena parte de los diputados de escasa relevancia.

Pese a los enormes esfuerzos que realizó el gobierno en los últimos 15 días tendientes a asegurar la elección de Greenhalgh, la división de los votos pro gubernistas en 2 candidaturas impidió su triunfo en primera vuelta, y en la segunda vuelta, el segundo colocado, Severino Cavalcanti, recibió todos los votos de los restantes candidatos al cargo.

Más allá de la anécdota, el hecho es que, pese a que el Diputado Cavalcanti, ha demostrado votar en forma alineada con el gobierno es la primera vez en la historia de la República que el gobierno pierde la elección del Presidente de la Cámara.

Mucho más grave todavía, desde el punto institucional, es que el precio a pagar por el gobierno para la aprobación de proyectos de ley controvertidos será mucho más alto, producto del "fisiologismo" que tenderá a imperar en Diputados.

Pero desde el punto de vista del PT, la conjunción de las derrotas en San Pablo y en la Cámara de Diputados, muestran que, pese a la inmensa popularidad de Lula, este puede ser derrotado.

Los partidos de oposición (PSDB y PFL) parecen encaminados a utilizar como argumento principal en la próxima campaña electoral la incapacidad de gestión del PT. En particular, si el candidato fuese el actual gobernador de São Paulo, Gerardo Alckmin, que es reconocido precisamente por esa capacidad.

No obstante ello, creemos que, a inicios de 2005 Lula continúa contando con altísimas probabilidades de reelegirse en 2006 y que, de no mediar una crisis económica imprevista, el tren del crecimiento económico actual, que se apoyará en un crecimiento del consumo interno y del salario real, debería permitirle alcanzar ese objetivo, ya que impedirá la disgregación de los sectores de izquierda del partido, pese a las permanentes críticas que estos formulan al actual modelo económico y al descontento que existe con relación a otras políticas implementadas en el campo social.

Camino a la reelección de Lula

Las últimas encuestas hechas públicas (noviembre de 2004) muestran que el electorado brasileño vuelve a tener niveles de satisfacción razonablemente altos.

La encuesta de IBOPE muestra que 41% de los encuestados se manifiestan satisfechos con el gobierno del Presidente Lula y la encuesta Sensus muestra una índice de satisfacción de 44%.

Por otra parte ambas encuestas colocan a Lula como potencialmente reelecto en una primera vuelta electoral, si las elecciones fueran hoy.

Parece evidente que el desempeño de Lula en las encuestas es una consecuencia de los excelentes resultados económicos obtenidos en 2004, que muestran no sólo un sostenido crecimiento económico, como que sus beneficios comienzan a extenderse paulatinamente a todos los sectores de la sociedad bajo la forma de un incremento en los niveles de empleo tanto formal como informal, así como el inicio de una paulatina recuperación en el ingreso de la población.

Todos los indicadores muestran que la economía brasileña continuará creciendo en 2005, aunque a tasas menores que las de este año, y que este crecimiento se dará, esencialmente, por la vía del consumo interno, lo que significa que la población contará con un mayor ingreso disponible.

Creemos que, excepto que se produzca una crisis –que debería ser de origen externo- que afecte de manera significativa a la economía en el último semestre de 2005, y pese a todos los problemas políticos y de gestión que parece enfrentar el gobierno, parece difícil que la reelección de Lula pueda complicarse.

INFORME ECONOMICO

INDICADORES

Estimación del mercado

			media	media
		Febrero	2005	2006
IPC-A (% mensual /anual)		.6	5.70	5.0
IPC-A Prox. 12 meses			5.55	
IGP-DI (% mensual /anual)			6.1	5.5
PBI (% de incremento)			3.7	3.7
BAL. COMERCIAL (en miles de millones U\$S)			26.5	25.0
CTA CTE (en miles de millones U\$S)			3.0	.9
SUPERÁVIT PRIMARIO (%PBI)			4.25	4.25
EVOLUCIÓN DEL DÓLAR (fin de año)			2.83	3.0
TASA SELIC			17.0	15.0

Estimación propia

			media	media
		Febrero	2005	2006
IPC-A (% mensual /anual)		0.58	5.8	5.0
IPC-A Prox. 12 meses			5.6	
IGP-DI (% mensual /anual)			6.0	5.5
PBI (% de incremento)			3.5	3.5
BAL. COMERCIAL (en miles de millones U\$S)			25.0	24.0
CTA CTE (en miles de millones U\$S)			1.0	-1.0
SUPERAVIT PRIMARIO (%PBI)			4.25	4.25
EVOLUCIÓN DEL DÓLAR (fin de año)			2.8	3.0

COYUNTURA

¿Durante cuanto tiempo más la economía brasileña continuará con las actuales altas tasas de crecimiento?

El Banco Central de Brasil está subiendo la tasa de interés de referencia (Selic) desde el mes de agosto pasado cuando la tasa era de 16,25%, manifestando su preocupación con los niveles esperados de inflación para el 2005. La última reunión del Copom (Comité de Política Monetaria) llevó dicha tasa a 18,75%, convirtiéndose en la tasa de interés de referencia más alta del mundo, tanto a niveles nominales como reales.

Vale la pena recordar que el centro de la meta de inflación para 2005 había sido originalmente definida en 4,5%, con un 2,5 puntos porcentuales de amplitud como límites para definir dicho cumplimiento.

A inicios del cuarto trimestre de 2004, el BCB reconoció que esa meta era imposible de cumplir dado el efecto de arrastre estadístico que producía en los precios al consumidor la metodología de ajuste de los servicios públicos (ajustan por IGP-M, un índice de precios combinados) y el impacto de las fluctuaciones en el valor del dólar y redefinió el centro de la meta como 5,1%, manifestando que "acomodaba" las 2/3 partes de del impacto en precios de esa variación. Ello implica que 1/3 parte (aprox. 0,3%) debería ser reducida por la vía de un ajuste en la tasa de interés.

Sin embargo las expectativas del mercado, un elemento de fundamental importancia para el BCB, se han mantenido permanentemente por encima de la meta central, en el entorno de 5,7-5,8%, indicando que el mercado no cree que dicho objetivo será alcanzado.

Dado que los índices de inflación de los últimos meses, en ninguna de sus versiones –índices llenos o "core"-, tampoco muestran señales que indiquen una convergencia hacia dicha meta, parecería que la opción correcta es hacer uso del instrumento por excelencia en estos casos que es la política monetaria (aumentar o disminuir la tasa de interés).

En este punto nos concentraremos en el análisis de los efectos del aumento de la tasa Selic en el crecimiento de la economía, dejando para otro análisis una discusión sobre si la opción elegida es la correcta y tendrá los efectos esperados.

Según la definición del BCB la política monetaria tiene efectos entre los 3 y 6 meses posteriores a cada decisión.

Un aumento en la tasa de interés real proyectada de la economía debería tender a disminuir el nivel de actividad y actuar sobre el conjunto de los precios libres de la economía, por la vía del desestímulo al consumo y consecuentemente reducir la tasa de crecimiento de la economía. Simultáneamente, un aumento en la tasa de interés real debería tender a promover un ingreso de capitales de corto plazo que aprecie la moneda local.

6 meses después de haber dado inicio al movimiento ascendente en la tasa de interés los principales indicadores económicos no parecen dar señales convincentes respecto a la que economía entró en una etapa de disminución de su nivel de actividad. Ello llevará al Banco Central a continuar su ronda de apriete monetario en el futuro inmediato.

¿Que podemos esperar a partir de esto?

La apreciación del real frente a las divisas extranjeras deberá, en algún momento en el corto plazo, comenzar a mostrar señales respecto a que las exportaciones, particularmente de manufacturas deberán comenzar a disminuir su ritmo de crecimiento, dado los aumentos de costos locales. Ello será particularmente notable en todas las exportaciones que emplean acero en su composición. Esto deberá disminuir o hacer tender a 0 el impacto de las exportaciones en el crecimiento del PBI. Cabe esperar que, en forma parcial la producción no exportada se vuelque al mercado interno.

Por otra parte, deberá aumentar la oferta de productos importados que empiezan a ser más competitivos frente a los producidos localmente, en un contexto en que la demanda interna agregada deberá continuar creciendo ya que no sólo los salarios aumentaran, a partir de las rondas de renegociación salarial que ocurren en mayo y octubre, producto del impacto de la inflación de 2004, sino que, pese al aumento en la tasa de interés, el impacto del aumento del crédito al sector privado, particularmente a los consumidores, producto de reformas microeconómicas (crédito con descuento automático en los salarios), deberá ampliar la demanda.

Adicionalmente se espera que el aumento del gasto público y el sector de servicios actúe también como un factor expansivo.

El sector agropecuario deberá actuar en forma neutra o contractiva dada la caída de los precios de los granos.

El cuadro a continuación muestra, a nuestro modo de ver, esta tendencia.

Variación del PBI en volumen a lo largo del año – 3er Trim de 2004

Sector de Actividad	2003.III	2003.IV	2004.I	2004.II	2004.III
Agropecuario	4,5	4,5	5,8	5,9	5,6
Industria	0,1	0,1	5,5	5,9	6,3
Extractiva Mineral	(-) 1,3	2,9	2,2	2,1	2,1
Transformación	1,3	1,1	9,1	7,9	7,4
Construcción Civil	(-) 4,3	(-) 5,2	(-) 0,8	2,9	5,9
Servicios Industriales de	3,3	2,7	1,5	3,7	4,1
Servicios	0,5	0,6	2,4	3,3	3,8
Comercio	(-) 2,7	(-) 1,9	4,8	6,9	8,1
Transporte	0,7	1,4	10,6	8	5,6
Administración Pública	1,1	1	2	2,2	2,2
SIFIM	0,8	0,6	0,4	2,9	3,9
Valor Adicionado a Precios	0,7	0,7	4	4,6	4,9
Impuestos sobre Productos	(-) 1,8	(-) 1,1	4	6,4	8,1
PIB a Precios de Mercado	0,4	0,5	4	4,8	5,3
Consumo Familias	(-) 2,4	(-) 1,5	1,6	3	3,9
Consumo Gobierno	1,3	1,3	0,8	0,8	0,6
Formación Bruta de Capital	(-) 5,7	(-) 5,1	1,8	7,5	11,8
Exportaciones	10,3	9	20,5	18,9	18,6
Importaciones (-)	(-) 5,5	(-) 1,7	12,5	13,4	14,9

Fuente: IBGE

Los datos preliminares que existen sobre el comportamiento de los diversos sectores de la economía nos inducen a pensar que el comportamiento del IV trimestre del año debe haber sido muy similar al del IIIro.

En conclusión, podemos esperar para el muy corto plazo, que la demanda se mantenga sostenida comenzando a observarse a partir del segundo trimestre del año una leve tendencia a la disminución de sus tasa de crecimiento que debería profundizarse en el tercer trimestre, observándose una retomada hacia fin de año.

La tasa de crecimiento del PBI debería alcanzar un robusto 3,5% pero con una composición diferente a la observada en los últimos dos años (donde exportaciones y agropecuaria fueron los sectores más dinámicos), donde los "drivers" serán el sector industrial, los servicios y el consumo interno.

El Banco Central, ¿está utilizando las herramientas correctas?

El régimen de Inflation Targeting utiliza como ancla nominal de la economía a un determinado objetivo de inflación.

Dentro de ello un aspecto considerado fundamental es la coordinación de expectativas por parte de los agentes, que refleja, en buena medida, la confianza que ellos tienen en la actuación del Banco Central.

Dado que en este tipo de regímenes el arma por excelencia del Banco Central es la política monetaria, vale la pena refrescar cuales sus canales de transmisión y como funcionan en Brasil.

a) Tasa de interés futura.

Efecto esperado: Cuando el BCB aumenta la tasa de interés de corto plazo, toda la estructura de tasas de interés a término tiende a desplazarse en el mismo sentido, creando un desincentivo al consumo y la inversión.

Caso brasileño: Este resultado (pequeños movimientos tiene gran impacto) depende de que existe un efecto riqueza significativo y que el crédito a tasas libres sea significativo en términos del PBI. En el caso brasileño dado que la mayor parte de la deuda pública es a tasa flotante, los tenedores de la deuda no sólo no se ven perjudicados, sino que se convierten en más ricos, como que además el BCB establece un mecanismo por el cual ofrece re comprar las emisiones de títulos a tasa fija y cambiarlas por títulos a tasa flotante a la par de manera tal que los tenedores no se vena perjudicados. Adicionalmente, parecería que las inversiones están más orientadas por las expectativas de incrementos futuros en la demanda que por la tasa de interés.

Conclusión; son necesarios movimientos significativos en la tasa de interés para que esta actúe como un verdadero freno / acelerador de la economía.

b) Tipo de cambio

Efecto esperado: Es el canal más rápido de propagación de la política monetaria. Una apreciación / depreciación de la moneda local deberían impactar en un muy corto espacio de tiempo tanto los precios mayoristas como los minoristas.

Caso brasileño; en economías relativamente cerradas (corriente de comercio exterior / PBI baja) son necesarios movimientos muy significativos en el tipo de cambio para producir cambios significativos en las cuentas externas. Brasil se encuentra en un proceso de transición hacia una economía con mayor grado de apertura, por lo cual el efecto es intermedio. Desde el punto de vista de los precios, la memoria inflacionaria hace que exista una fuerte resistencia a la deflación en los precios internos.

Conclusión: Procesos de apreciación en el tipo de cambio no tienen efectos significativos de corto plazo en los precios debido a rigideces de los mercados.

Crédito:

Efecto esperado: Un aumento en la tasa de interés genera una reducción en las reservas bancarias y en el dinero disponible para crédito.

Caso brasileño: El crédito total en Brasil, aunque creciente, alcanza a sólo el 26% del PBI, de los cuales aproximadamente 8 puntos tiene sus tasas reguladas por sistemas especiales de subsidios que neutralizan las variaciones en la tasa Selic. Dados los recientes cambios macroeconómicos tendientes a aumentar la oferta de crédito (crédito consignado) a relativamente bajas tasa de interés y el escaso impacto directo que un aumento de 1 punto porcentual tiene en el valor final de la cuota pagada, existe una significativa controversia sobre el real alcance de este canal de transmisión.

Conclusión: No está claro si el canal de crédito es un canal adecuado de transmisión de la política monetaria. Diversos estudios realizados por el BCB entre 1999 y 2003, afirman que no lo es.

Expectativas:

Efecto esperado: la coordinación de expectativas es un aspecto central del Inflation Targeting. Si los agentes del mercado creen en los pronósticos del Banco Central tiende a producirse el fenómeno de profecías auto-cumplidas.

Caso brasileño: Los mercados observan la falta de flexibilidad del mercado en términos de precios frente al tipo de cambio y los efectos rezago de los ajustes en los precios de los bienes y servicios administrados, así como la incapacidad del BCB de haber hecho cumplir la meta en años anteriores y evalúan que la meta de inflación fijada es extremadamente ambiciosa e incumplible en ausencia de un ajuste más significativo de la política monetaria que parece políticamente inviable.

Conclusión: Mientras el BCB no reconozca que su meta es muy ambiciosa y modere el proceso de convergencia hacia muy bajas tasas de interés, parecería que enfrentamos un proceso de relativa pérdida de credibilidad en la capacidad de la autoridad monetaria de cumplir la meta establecida.

Efecto Riqueza

Efecto esperado: Un aumento en la tasa de interés produce un efecto riqueza negativo, desestimulando el consumo y estimulando el ahorro.

Caso brasileño: Se requiere que las emisiones de papeles públicos y privados sean a tasa fija para que la variación en la tasa de interés afecte el precio del bono. Dado que en Brasil la mayor parte de la deuda pública ajusta por Selic en forma diaria no sólo este efecto no se produce sino que se produce el efecto contrario; los tenedores de deuda pública se sienten más ricos y el gobierno aumenta significativamente el valor de los intereses pagados incidiendo negativamente sobre las expectativas futuras (crece la relación Deuda/Producto de forma instantánea).

Conclusión: No existe efecto pobreza por aumento en la tasa de interés, sino que se produce el fenómeno inverso.

En forma adicional a los canales de transmisión debe tenerse en cuenta cual es el shock que se enfrenta; ¿Es un problema de oferta o de demanda?

Parece obvio comentar que la respuesta e intensidad no deberían ser las mismas en ambos casos.

Hasta el momento el BCB identificó parcialmente algunos shocks pasados como de oferta y otros como de demanda pero sus respuestas tendieron a ser relativamente similares en todos los casos.

La perspectiva que se enfrenta en este momento parece ser claramente la de un shock de demanda, que demandaría si un aumento significativo en la tasa de interés para controlar la inflación.

Sin embargo el modelo macroeconómico del BCB, según surge de la lectura de las actas de la Copom, parece incapaz de determinar con precisión cual debería ser la tasa de interés real necesaria para dominar las expectativas de inflación (de hecho usando ese modelo, dado el actual tipo de cambio y tasa de interés la inflación medida por IPCA debería tender a converger levemente por debajo de la meta).

Frente a esta situación creemos que vale la pena retrotraerse a una cuestión fundacional; la meta de inflación se encuentra fijada por el Consejo Monetario Nacional, organismo donde participan el Ministro de Hacienda, de Planeamiento y el Presidente del Banco Central.

Si la meta fijada es muy ambiciosa (como a nuestro criterio de hecho lo es), el BCB tiene un espacio pequeño para manejarse.

Dadas las tasas de inflación vigentes en los últimos años (7/8%) parecería razonable intentar su reducción en forma paulatina (digamos entre 0,5 y 1 punto porcentual por año), generando espacio suficiente para que el PBI real se acerque al potencial y el reajuste de los diferentes factores de la producción a este nuevo escenario sea menos traumático.

Alternativamente, y dado que es evidente que el BCB poco puede hacer con relación a los precios administrados –los que prácticamente no se encuentran afectados por la política monetaria, ya que su metodología de ajuste de precios deviene de contratos celebrados con el sector público-, parecería lógico establecer una meta de inflación que afecte a los denominados precios de la economía.

En definitiva, creemos que, sin renegar de la ortodoxia (al fin y al cabo, la función por excelencia de un Banco Central es defender el valor de la moneda), el sistema de metas de inflación tal como está implementado en la actualidad debe ser modificado para caer en un descrédito frente a la sociedad.

Debe reconocerse que los instrumentos disponibles de política monetaria tienen un grado de efectividad relativo, o debe ser sobredimensionado su uso para obtener resultados, por las razones mencionadas al inicio de la nota y por ello tienden a provocar un exceso de volatilidad en la economía y transferencias indeseadas de renta dentro de la sociedad.

SECTOR FISCAL

¿Es necesario renovar el acuerdo con el FMI?

En el próximo mes de marzo vence el acuerdo ‘Stand by’ de Brasil con el Fondo Monetario. Frente a ello se suscita un debate sobre la necesidad o no de renovar dicho acuerdo.

Los acuerdos tienen, en general, dos objetivos principales, uno explícito y otro implícito. El explícito es fortalecer la posición de reservas del país frente aun problema de financiamiento de la balanza de pagos, el implícito es contar con

un “sello de calidad” en cuenta al tipo de políticas macroeconómicas implementadas, que facilite el acceso de los países a los mercados de capitales internacionales.

Brasil ha sido un alumno ejemplar en material fiscal, sobre-cumpliendo en forma sistemática las metas de superávit primario comprometidas y fijando autónomamente metas superiores a las exigidas en los acuerdos.

Dado el contexto actual del sector externo, donde existe superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y políticas macroeconómicas “bien vistas” por los mercados y aparentemente consolidadas desde el punto de vista de su continuidad en el tiempo, esta discusión parecería innecesaria, sobre tendiendo en cuenta que Brasil no ha utilizado un dólar de los recursos puestos a disposición en el anterior acuerdo.

¿Porqué entonces el debate?

Existe en algunos sectores del Ministerio da Fazenda y en el Banco Central la percepción que es necesario contar con la “auditoría” del FMI a efectos de asegurar al mundo que las políticas económicas en curso se van a mantener, así como prevenirse frente a posibles alteraciones inesperadas en los mercados de capitales internacionales, y de esa manera asegurarse el acceso fluido a dichos mercados.

También juega el hecho que existen algunos “ruidos” políticos dentro de la coalición gobernante, que manifiestan su disconformidad con el set de políticas en curso y que de esta manera se verían parcialmente neutralizados.

Desde el punto de vista de quienes se oponen a dicha renovación, los argumentos son la existencia de un consenso bastante generalizado respecto a la necesidad de realizar políticas fiscalmente responsables, que implican en la manutención de considerables superávits fiscales primarios, una creciente base de reservas (constituidas en buena medida con capitales golondrina) y una muy confortable posición de la balanza de pagos, que no parece ofrecer complicaciones en un horizonte de un par de años, con lo cual no vale la pena pagar el costo político de acordar con el FMI.

Consideramos que la dirigencia política brasileña está considerablemente madura en términos fiscales para comenzar a caminar sola y, eventualmente, asumir los costos de los errores que se puedan cometer.

Adicionalmente, y excepto en el caso de Brasil, la calidad del “sello” de auditoría y las recomendaciones de política económica del FMI, se encuentran algo devaluadas a nivel mundial.

El Ministro Paolucci y su equipo son, sin dudas, “duros” en materia fiscal y razonablemente bien sintonizados internamente y, en la medida que continúen al frente del Ministerio, no cabe esperar cambios significativos en la actual política fiscal.

Si bien la apreciación del Real puede acabar generando algunos problemas en el sector externo, no se prevé que vuelvan a aparecer déficit similares a los de la década del '90, con lo cual un pequeño saldo negativo en la cuenta corriente de la balanza de pagos podría ser hasta interesante en la medida que representa un influjo de ahorro externo que aumenta la capacidad de inversión.

Desde el punto de vista de la deuda pública, aunque no se volverán a ver caídas en la relación Deuda / Producto de la significación de 2004 –es más,

probablemente en 2005 dicha relación crezca un poco-, esta parece encontrarse en una trayectoria de disminución de largo plazo.

En este contexto, creemos que renovar el acuerdo con el FMI, no parece ser necesariamente la mejor estrategia posible y por el contrario, su no renovación abriría espacio para una decisión autónoma de una aún mayor ortodoxia fiscal que debería tener efectos positivos de largo plazo sobre la economía.

Swaps reversos y relación Deuda Neta del Sector Público(DNSP) / PBI

A lo largo de los últimos meses y acompañada por las excelentes tasas de crecimiento de la economía, la relación DNSP/PBI ha experimentado una significativa disminución cerrando el año, según la información publicada por el Banco Central en 51,8% del PBI. Esta es una disminución extremadamente significativa frente al 57,2% de diciembre de 2003, la que fue obtenida por la conjunción de una serie de factores positivos en sus factores condicionantes, a saber; superávit primario, apreciación del tipo de cambio, disminución en la tasa media de interés de referencia, aumento del deflactor del PBI y crecimiento de la economía.

No obstante, debe señalarse que la Deuda Bruta del Sector Público –medida similar a la utilizada en Argentina- experimentó una disminución menor que la observada en la Deuda Neta (71,4% frente a 76,9% del PBI, o sea 4,8 puntos porcentuales frente 5,4 de la DNSP). Ello implica que algunos de los conceptos incluidos como activos del sector público, en la línea mencionada en números anteriores, no evolucionan de la misma manera que el resto de los precios o son de bastante mala calidad y revisten alguna característica de incobrabilidad. En este sentido, deberá observarse con cuidado, más allá de la justicia y razonabilidad del reclamo, la evolución de las propuestas de cambio de indexador solicitado por Estados y Municipios en lo relativo a la deuda renegociada con el Estado Federal.

Debe resaltarse que este parece difícil que se repita en el corto y mediano plazo (con seguridad no en 2005) esta conjunción positiva de factores.

No trataremos en esta oportunidad la situación de la deuda externa ya que es poco lo que pueden hacer el Banco Central y el Tesoro para manejarla, excepto aumentar el superávit primario, pero interesa conocer como se comportan los diferentes indexadores de la deuda pública interna, ya que tiene consecuencias no solo desde el punto de vista fiscal, sino del tipo de cambio.

Haciendo un poco de historia, el BCB se encuentra desde fines de 2003 reduciendo la exposición la deuda interna indexada al cambio de manera tal de reducir el impacto fiscal de la volatilidad del tipo de cambio y aumentar la efectividad de la política monetaria.

Para ello, no ha prácticamente renovado operaciones de swap de tipo de cambio a lo largo de 2004, así como tampoco ha emitido títulos indexados al dólar, sustituyendo a cada vencimiento esas operaciones por títulos a tasa de interés pre-fijada, pos-fijada o indexados a índices de precios en moneda local. En el siguiente cuadro se observa la evolución de los diferentes indexadores desde diciembre de 1999.

Deuda Pública Mobiliaria Interna por tipo de indexador – en millones de R\$

Mes/Año	Prefijada	%	Selic	%	Índice de Precios	%	Cambio	%	TR	%	Otros	%	Merc. Abierto	%	Total	%
Dic. 99	39,75	9,06	251,68	57,36	24,63	5,61	100,71	22,95	23,97	5,46	0,67	0,15	-2,6	-0,59	438,81	100
Dic. 00	75,4	14,88	266,81	52,66	30,32	5,98	113,74	22,45	24,07	4,75	0,36	0,07	-3,99	-0,79	506,71	100
Dic. 01	48,79	8,06	329,46	54,42	43,63	7,21	178,58	29,5	23,52	3,89	0,1	0,02	-18,65	-3,08	605,43	100
Dic. 02	13,66	1,99	287,97	41,9	78,17	11,37	230,57	33,55	12,78	1,86	0,05	0,01	64,11	9,33	687,31	100
Dic.03	91,53	11,81	366,31	47,26	99,07	12,78	161,39	20,82	13,09	1,69	0,03	0	55,44	7,08	786,86	100
Jun.04	127,55	15,23	383,81	45,84	113,29	13,53	119,7	14,3	13,82	1,65	0,03	0	79,09	9,44	837,29	100
Dic. 04	162,76	18,98	424,68	49,53	120,71	14,08	80,05	9,34	22,04	2,57	0,02	0	47,21	5,51	857,47	100
Ene. 05	154,67	17,51	462,95	52,4	120,38	13,63	66,42	7,52	22,27	2,52	0,01	0	56,82	6,43	883,52	100

Fuente: Banco Central de Brasil

Merece destacarse el significativo aumento en la proporción de deuda a tasa de interés fija, donde el efecto de las variaciones en la tasa de interés se nota de inmediato, aunque hay que resaltar que le BCB ofrece a los tenedores de este tipo de títulos la posibilidad de recomprarlos a la par, o que disminuye el efecto de la política monetaria.

También es importante la variación experimentada por los títulos indexados a índices de precios, dado que aunque pagan tasa de interés siguen una evolución que es un proxy de la evolución del PBI.

Por otra parte se observa claramente que la proporción de deuda indexada a Selic se mueve con un grado de correlación directo con las expectativas de movimientos en la tasa de interés.

Las altas tasas de interés reales y las perspectivas de apreciación del tipo de cambio han generado una gran oportunidad de arbitraje que generó un masivo ingreso de capitales de corto plazo a partir del segundo semestre de 2004, que genera un fenómeno de retroalimentación de la apreciación del Real.

Como consecuencia, el Banco Central empezó también a actuar de manera muy activa en el mercado de cambios a partir de octubre, con el argumento de aprovechar la oportunidad de recomponer las reservas e intentando también dar algún soporte al tipo de cambio. Nótese que esta forma de intervención requiere expansión monetaria que, a su vez, debe ser esterilizada por la vía de la colocación de títulos públicos, implicando que dichas reservas son compradas con un costo financiero muy alto.

A inicios de febrero el BCB inauguró una nueva y muy atípica –para la tradición brasileña- forma de intervención en el mercado de cambio, como son los swaps reversos, en los cuales el banco central compra dólares y vende tasa de interés, al contrario de las operaciones vigentes hasta este momento en los cuales vendía dólares y compraba tasa de interés. El objetivo declarado de este tipo de intervención es acelerar la disminución de la exposición de la deuda interna al tipo de cambio, ya que los vencimientos de ambas operaciones de swap están razonablemente calzadas. El interés por estas operaciones ha sido extraordinario –ya que el mercado apuesta a que el Real se continuará apreciando- y el Central ha realizado en dos semanas operaciones por aproximadamente U\$S 3.000 millones. De continuar a este ritmo cabe presumir que en menos de 60 días se habrá eliminado la exposición al tipo de cambio de la deuda interna.

Se habrá logrado entonces un importante objetivo para la autoridad monetaria, pero su costo, sin lugar a dudas, es alto.

SECTOR EXTERNO

¿Cuan sustentable es el ritmo de crecimiento de las exportaciones brasileñas frente a este tipo de cambio?

Una gran preocupación que existe en Brasil es la fuerte apreciación del Real frente al dólar y su eventual impacto en el comercio exterior, tanto desde el punto de vista de una disminución de la tasa de crecimiento de las exportaciones, como del crecimiento de las importaciones y el resultado de la cuenta corriente.

La tabla a continuación muestra la evolución del tipo de cambio efectivo real utilizando como base agosto de 1994.

Índice de tasa de cambio real y tasa de cambio efectiva real – deflactada por P. Mayoristas					
Período	R\$/U\$S	R\$/Yen	R\$/Aladi	R\$/Europa	R\$/Canasta 13 monedas
2001	140,5	99,4	131,8	105,2	123,1
2002	147,1	99,9	97,1	118,1	120,1
2003	126,1	88	92,9	117,7	111,2
2004	112,7	82,2	86,6	114,8	103,6
Dic-04	100,1	75,6	77,9	109,7	94,7
Índice de tasa de cambio real y tasa de cambio efectiva real – deflactada por P. minoristas					
Período	R\$/U\$S	R\$/Yen	R\$/Aladi	R\$/Europa	R\$/Canasta 13 monedas
2001	155	108	133,2	111,4	130,9
2002	180,3	119,4	85,1	138	132,3
2003	170,8	118,6	85,4	152,7	134,4
2004	157	113,8	80,4	153,8	128,3
Dic-04	144	107,9	72	151,2	119,9

Fuente: Elaboración propia con datos Funcex – base agosto de 1994= 100

Puede claramente observarse que, cuando el deflactor utilizado es Precios Mayoristas, existe una significativa pérdida de competitividad del tipo de cambio efectivo real, situación que no se reproduce de igual manera cuando el indexador utilizado es precios minoristas.

Que conclusión podríamos obtener a partir de ello?

En primer lugar que aquellos bienes exportables cuya estructura de costos está más vinculada a los precios mayoristas son los que mayores condiciones tiene de sufrir la actual apreciación del Real, mientras que se da la situación opuesta en los que se encuentran más vinculados a los precios minoristas o sea aquellos más mano de obra intensivos.

En segundo lugar, que para aquellos con mayor impacto de componentes importados o ajustados por IPM el precio recibido por los bienes se convierte

en un factor fundamental de la rentabilidad, o sea que si los mercados de esos bienes están en alza es posible continuar exportando sin mayores problemas. En tercer lugar se debe analizar la situación de cada mercado en particular. De ello surge que el mercado norteamericano o altamente dolarizado y los países vinculados al euro son aquellos donde menos condiciones de sufrir tiene las exportaciones.

Finalmente, se deben analizar las condiciones de demanda, particularmente para los bienes manufacturados, y en esos mercados donde ALADI es extremadamente importante, existen fuertes tasas de crecimiento económico que presuponen una fuerte demanda por importaciones.

Es evidente que ha existido un cierto "cambio estructural" en la economía brasileña, donde las exportaciones parecen haber dejado de ser marginales para transformarse en un canal de ventas relevante, y en los cuales mejoras de productividad y nuevos mercados son factores a considerar además del tipo de cambio, de otra manera no se explica que el coeficiente X/PBI haya aumentado de 10% a 16% en 4 años.

Queda la duda si este supuesto "cambio estructural" es de una dimensión tal que se vaya a sostener en el tiempo en ausencia de un tipo de cambio lo suficientemente competitivo.

Debe recordarse que, sobre todo en bienes manufacturados las decisiones respecto a efectuar una exportación y que ella se concrete, tiene un "lag" relativamente significativo, con lo cual es probable que las exportaciones de enero y febrero sean producto de decisiones de tomadas entre julio y octubre.

En conclusión, creemos que valores del dólar y del tipo de cambio real efectivo como los actuales (aprox $R\$2,60=1U\S) son el límite absoluto por debajo del cual se podrá comenzar a observar, sobre todo a partir del segundo semestre no sólo una disminución del ritmo de crecimiento de las cantidades exportadas sino una caída de estas.

Sin embargo, dada la tendencia del mercado financiero y cambiario parecería que el proceso de apreciación del Real no tiene visos de parar en el corto plazo, existiendo observadores que prevén un tipo de cambio en el entorno de $R\$ 2,40$ a muy corto plazo.

Dado que la autoridad monetaria no parece decidida a aplicar instrumentos heterodoxos para frenar el ingreso de divisas "golondrina" y que la tasa de interés continuará aumentando, creemos que existe una alta probabilidad que estos pronósticos se cumplan.

Una gran ventana de oportunidad para las exportaciones con origen Argentina

Las importaciones de todo origen se encuentran creciendo a tasas muy significativas, sin embargo las provenientes de Argentina no muestran un desempeño similar, ya que crecieron solo en 2/3 de lo que crecieron las importaciones de todo origen.

Importaciones de Brasil 2003 y 2004

Argentina			Todo origen (millones U\$S)		
2.004	2.003	Var%	2.004	2.003	Var%
387.518.993	426.717.782	-9,19%	4.214	3.650	15,45%
396.918.589	420.388.112	-5,58%	3.752	3.889	-3,52%
486.838.567	388.505.836	25,31%	5.344	3.702	44,35%
382.747.326	381.618.424	0,30%	4.631	3.989	16,09%
419.462.773	388.561.276	7,95%	4.824	3.854	25,17%
478.542.986	338.794.156	41,25%	5.527	3.521	56,97%
469.244.308	334.730.232	40,19%	5.510	4.049	36,08%
475.321.989	342.866.408	38,63%	5.625	3.731	50,76%
508.652.202	408.328.082	24,57%	5.751	4.616	24,59%
489.315.785	440.704.960	11,03%	5.838	5.030	16,06%
570.466.316	373.644.481	52,68%	6.082	4.263	42,67%
507.361.034	427.323.751	18,73%	5.684	3.997	42,21%
5.572.392.872	4.672.185.503	19,27%	62.782	48.291	30,01%

Fuente: Secex/MDIC

Ello estaría indicando que Argentina no está consiguiendo satisfacer la demanda brasileña con su producción, sea por problemas de calidad y/o precio o por no producir lo que Brasil está demandando.

En anteriores oportunidades hicimos mención a que Argentina perdería el "rebote" de las importaciones brasileñas dado que no produce los insumos que el sector industrial (el de más rápida recuperación en términos de su elasticidad de demanda de importaciones) demanda y que volver a niveles salariales en dólares similares a los vigentes en la época inicial del Plan Real (1995/98), que permitiría aumentar las exportaciones de agro alimentos demandaría mucho tiempo. Parece que lamentablemente nuestro pronóstico se está cumpliendo.

Cuando se observa la variación de las importaciones brasileñas por destino de uso, esto resulta todavía más claro. En el rubro con mayor variación (en buena parte por una cuestión de precio), combustibles, Argentina produce un tipo de petróleo bastante similar al brasileño, siendo que Brasil necesita abastecerse de petróleos más livianos.

Argentina no es un exportador relevante de bienes de capital y tampoco es un proveedor relevante para Brasil de materias primas y bienes intermedios.

Desde el punto de vista de los bienes de consumo ellos dependen, en buena medida, del ingreso medido en moneda extranjera (que como dijimos experimentará una recuperación, pero no volverá a la época de oro) para los no durables y de la expansión del crédito para los durables (en el cual el principal producto de exportación argentino es automóviles y sus partes) la cual debería tender a desacelerarse a lo largo del año.

En el anexo a continuación mostramos las principales exportaciones argentinas con destino Brasil por capítulo NCM, lo que permitirá tener una comprensión visual mayor de lo mencionado.

En conclusión, las importaciones con origen Argentina deberán continuar creciendo ayudadas por el crecimiento económico y el aumento del ingreso en U\$S, pero seguramente lo harán a tasas menores que las importaciones del resto del mundo.

	2004	2003	
TOTAL GERAL	62.781.796.257	48.291.039.619	30,01%
<i>01 - BENS DE CAPITAL</i>	<i>12.125.781.065</i>	<i>10.349.890.880</i>	<i>17,16%</i>
MAQUINAS E FERRAMENTAS	67.045.554	22.440.257	198,77%
OUTROS BENS OU EQUIPAMENTOS P/AGRICULTURA	18.113.879	13.392.877	35,25%
MATERIAL DE TRANSPORTE E TRACAO	0	0	0,00%
PARTES E PECAS PARA BENS DE CAPITAL PARA AGRICULTURA.	57.474.768	59.737.757	-3,79%
MAQUINAS E APARELHOS DE ESCRITORIO.SERVICO CIENTIFICO	2.672.548.037	2.109.578.005	26,69%
FERRAMENTAS	220.783.563	177.910.163	24,10%
ACESSORIOS DE MAQUINARIA INDUSTRIAL	1.063.837.607	909.167.679	17,01%
MAQUINARIA INDUSTRIAL	3.280.363.525	3.426.038.325	-4,25%
PARTES E PECAS PARA BENS DE CAPITAL PARA INDUSTRIA	1.517.508.390	1.206.302.175	25,80%
EQUIPAMENTO MOVEL DE TRANSPORTE	609.732.505	444.540.666	37,16%
EQUIPAMENTO FIXO DE TRANSPORTE	90.372.869	60.695.585	48,90%
OUTROS BENS DE CAPITAL	2.528.000.368	1.920.087.391	31,66%
<i>02 - BENS DE CONSUMO</i>	<i>6.858.836.493</i>	<i>5.538.590.165</i>	<i>23,84%</i>
2.1-BENS DE CONSUMO NAO DURAVEIS	3.671.900.571	3.121.443.817	17,63%
PRODUTOS ALIMENTICIOS	1.058.463.470	924.256.816	14,52%
BEBIDAS E TABACOS	183.811.673	158.554.951	15,93%
PRODUTOS DE TOUCADOR	238.171.905	196.866.405	20,98%
VESTUARIO E OUTRAS CONFECCOES TEXTEIS	176.355.089	116.267.009	51,68%
PRODUTOS FARMACEUTICOS	1.454.074.335	1.247.580.957	16,55%
OUTROS BENS DE CONSUMO NAO DURAVEIS	561.024.099	477.917.679	17,39%
2.2-BENS DE CONSUMO DURAVEIS	3.186.935.922	2.417.146.348	31,85%
UTENSILIOS DOMESTICOS	84.387.622	61.315.799	37,63%
OBJETOS DE ADORNO,DE USO PESSOAL E OUTROS	919.178.008	713.699.476	28,79%
MOVEIS E OUTROS EQUIPAMENTOS PARA CASA	189.489.592	136.686.732	38,63%
MAQUINAS E APARELHOS DE USO DOMESTICO	638.318.421	410.259.211	55,59%
VEICULOS AUTOMOVEIS DE PASSAGEIROS	714.972.461	685.405.786	4,31%
PARTES E PECAS PARA BENS DE CONSUMO DURAVEIS	618.143.177	391.844.324	57,75%
<i>03 - COMBUSTIVEIS E LUBRIFICANTES</i>	<i>10.302.492.058</i>	<i>6.578.517.879</i>	<i>56,61%</i>
<i>04 - MATERIAS-PRIMAS E PRODUTOS INTERMEDIARIOS</i>	<i>33.494.686.641</i>	<i>25.824.040.695</i>	<i>29,70%</i>
ALIMENTOS PARA ANIMAIS	168.422.948	209.141.987	-19,47%
OUTRAS MATERIAS-PRIMAS PARA AGRICULTURA	3.472.873.388	2.274.935.333	52,66%
PRODUTOS ALIMENTICIOS	1.517.678.683	2.017.153.267	-24,76%
PRODUTOS AGROPECUARIOS NAO ALIMENTICIOS	2.213.528.952	1.693.180.760	30,73%
PRODUTOS MINERAIS	5.065.599.117	3.598.395.693	40,77%
PRODUTOS INTERMEDIARIOS - PARTES E PECAS	5.588.841.960	4.154.399.796	34,53%
PRODUTOS QUIMICOS E FARMACEUTICOS	9.637.047.483	7.534.570.434	27,90%
MATERIAIS DE CONSTRUCAO	502.598.014	439.593.703	14,33%
ACESSORIOS DE EQUIPAMENTOS DE TRANSPORTE	4.904.522.197	3.704.855.225	32,38%
PARTES E PECAS PARA EQUIPAMENTOS DE TRANSPORTE	340.405.204	153.047.582	122,42%
OUTRAS MATERIAS-PRIMAS E PRODS.INTERMEDIARIOS	83.168.695	44.766.915	85,78%

Fuente: Secex/MDIC

ANEXO
PRINCIPALES PRODUCTOS IMPORTADOS POR BRASIL CON ORIGEN
ARGENTINA – AGRUPADOS POR CAPÍTULO ARACELARIO

Capítulo NCM	Ene - Dic 2004		Ene - Dic 2005		Var en U\$S	Var en Kg
	M em U\$S	M em Kg	M em U\$S	M em Kg		
2	23.013.262	7.009.080	17.288.030	6.109.594	33,12%	14,72%
3	44.573.857	26.920.991	36.223.219	25.907.482	23,05%	3,91%
4	29.808.988	14.805.740	34.432.890	18.879.619	-13,43%	-21,58%
7	112.760.102	327.868.727	94.992.752	344.190.998	18,70%	-4,74%
8	58.444.086	107.872.058	38.334.830	85.132.883	52,46%	26,71%
10	793.678.868	5.025.429.493	930.298.178	5.794.305.230	-14,69%	-13,27%
11	62.726.920	215.813.258	51.664.322	187.043.014	21,41%	15,38%
15	15.162.501	25.500.809	10.330.495	20.267.000	46,77%	25,82%
19	55.086.939	281.875.819	57.929.075	276.210.548	-4,91%	2,05%
20	41.857.705	71.595.372	29.981.615	53.873.787	39,61%	32,89%
21	8.628.396	7.605.405	6.508.158	7.001.516	32,58%	8,63%
22	17.142.493	10.202.602	9.652.763	5.720.024	77,59%	78,37%
25	9.033.371	70.397.550	9.431.167	77.350.950	-4,22%	-8,99%
26	41.478.959	42.750.437	25.889.038	41.675.467	60,22%	2,58%
27	1.043.687.112	3.153.188.370	810.291.619	3.191.622.343	28,80%	-1,20%
28	32.344.909	69.918.510	24.822.732	58.544.400	30,30%	19,43%
29	85.749.946	96.813.559	67.268.625	97.648.062	27,47%	-0,85%
30	7.973.107	1.316.307	2.370.132	490.605	236,40%	168,30%
31	43.156.891	219.651.773	26.029.887	171.357.146	65,80%	28,18%
33	22.136.669	5.492.165	14.490.845	3.776.760	52,76%	45,42%
35	17.458.788	9.758.074	15.899.965	8.637.002	9,80%	12,98%
37	8.807.494	852.235	8.040.881	710.338	9,53%	19,98%
38	172.034.798	46.005.130	92.256.203	32.196.542	86,48%	42,89%
39	407.990.153	415.187.070	268.658.826	323.655.401	51,86%	28,28%
40	70.575.573	39.445.978	56.687.511	47.406.104	24,50%	-16,79%
44	75.421.630	143.601.725	69.216.015	132.977.097	8,97%	7,99%
47	47.791.998	89.245.488	45.428.966	100.319.980	5,20%	-11,04%
54	35.661.517	21.638.115	21.477.719	12.996.045	66,04%	66,50%
55	9.129.683	7.023.618	8.208.529	7.907.708	11,22%	-11,18%
58	7.800.619	2.999.304	---	---	#VALOR!	#VALOR!
59	18.990.233	4.936.466	17.210.935	4.224.414	10,34%	16,86%
72	8.990.367	11.967.121	2.915.219	5.277.075	208,39%	126,78%
78	15.111.641	17.099.871	6.401.123	12.530.592	136,08%	36,46%
84	105.440.728	23.110.872	54.224.782	15.402.342	94,45%	50,05%
85	40.890.916	3.537.891	30.526.905	2.592.618	33,95%	36,46%
87	742.996.217	133.312.879	535.669.218	96.099.137	38,70%	38,72%
90	31.980.715	235.875	17.384.772	110.688	83,96%	113,10%
TOTAL GENERAL	<u>5.572.390.868</u>	<u>12.030.945.598</u>	<u>4.672.183.500</u>	<u>12.599.010.759</u>	19,27%	-4,51%
TOTAL PRINCIPALES PRODUCTOS	4.365.518.151	10.751.985.737	3.548.437.941	11.270.150.511		
DEMÁS PRODUCTOS	1.206.872.717	1.278.959.861	1.123.745.559	1.328.860.248		

Fuente: Secex/MDIC