



# Economicwatch

10 de junio 2005

## Brasil

- Aunque se esperaba cierta desaceleración, el crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2005 sorprendió negativamente (0,3% intertrimestral). Sólo la demanda externa estimuló el crecimiento de la economía, mientras que el consumo y la inversión cayeron. Tras este dato reducimos las previsiones de crecimiento para este año desde el 3,7% al 3%.
- El real continúa apreciado con el dólar (en niveles inferiores a 2,50 Rs/\$), sustentado por el superávit de la cuenta corriente y la fuerte entrada de flujos de capital de corto plazo. De aquí a final de año aumentan las posibilidades de un ajuste brusco si se revierte la tendencia de dichos flujos (por ejemplo como consecuencia de ruido político).
- El ruido político no permitirá el paso en el Congreso de ninguna reforma relevante.

### Escenario Económico: Apreciación a pesar de desaceleración

#### Economía real

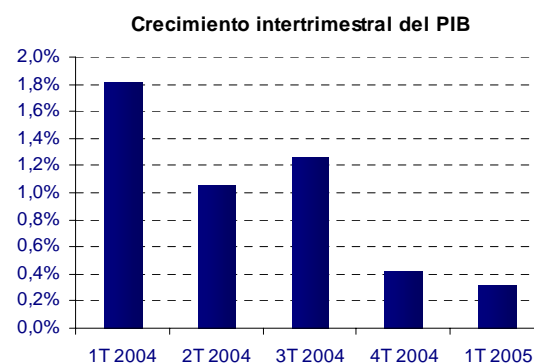
La desaceleración de la economía es evidente (ver gráfico) reflejando las restricciones productivas propias de una economía trabajando en el límite de sus posibilidades. Los cuellos de botella son varios y comprenden todos los sectores. Por el lado de la demanda, el pobre desempeño del PIB en el primer trimestre de 2005 queda reflejado en un pobre desempeño del consumo (que cayó 0,6% intertrimestral) y la inversión (que se redujo un 3% intertrimestral). Nuevamente fueron las exportaciones las que salvaron la demanda, con un crecimiento de 3,5% intertrimestral. El menor crecimiento relativo de las importaciones (2,3%) llevó a incrementar el superávit de la balanza comercial.

Es difícil identificar la relación causa-efecto que esconde la producción actual. ¿Es la demanda interna -asfixiada por altísimos tipos de interés- la que frena la producción? ¿O es la oferta productiva -que ya alcanzó su límite de posibilidades- la que simplemente busca mayores rentabilidades en los elevados precios internacionales? La respuesta es una combinación de ambos efectos, que se potencian para erosionar el crecimiento del PIB. A pesar de la existencia de ambos, pensamos que la fuente principal de los problemas es la segunda de las razones, según la cual la proximidad de Brasil a su crecimiento potencial merma las posibilidades de crecimiento.

Alejandro Neut  
[alejandro.neut@grupobbva.com](mailto:alejandro.neut@grupobbva.com)

Juan Antonio Rodríguez  
[ja.rodriguez@grupobbva.com](mailto:ja.rodriguez@grupobbva.com)

Brasil: previsiones anuales			
	2004	2005p	2006p
PIB (%)	4,9	3,0	3,0
Inflación IPCA (% fin de año)	7,6	6,0	5,0
Balanza comercial (m.M. \$)	33,7	35,0	22,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	11,7	10,0	0,0
% PIB	1,9	1,5	0,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	52,7	61,0	60,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,72	2,70	2,90
Saldo sector público (% PIB) <sup>1</sup>	-2,5	-3,0	-3,0
Tasa de interés (fin de año) <sup>2</sup>	17,8	18,0	16,0
T. cambio efectivo real (fin de año, dic-97=100)	65	66	64
BBVA-MAP (fin de año, jun-95=100)	82	82	77



Esta tesis vendría avalada por la evolución de la inflación, que a pesar de los altos tipos de interés, se mantiene por encima de lo esperado. También lo avala el que los índices de crédito al consumo siguen al alza, haciendo caso omiso del alza en tipos.

En nuestras proyecciones iniciales sabíamos que Brasil iba a enfrentarse a su históricamente pobre desempeño potencial. Por ello, esperábamos una ralentización de la actividad. Sin embargo, el efecto en el primer trimestre parece ser mayor de lo esperado, debido principalmente al pobre desempeño de la demanda interna. Bajo estas nuevas consideraciones, revisamos nuestras previsiones de crecimiento del PIB (3% en 2005).

#### Variables financieras

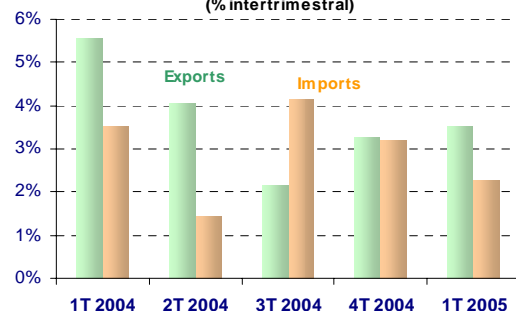
La evolución de la moneda y del spread brasileño no está en sintonía con el magro desempeño de la economía real. Aunque se esperaba una depreciación muy leve y controlada frente al dólar, lo que ha habido es una apreciación del real en los últimos meses. Tras esta apreciación no está sólo el excelente desempeño de la balanza comercial (15600 millones de dólares en los cinco primeros meses del año), también se encuentra un renovado interés de inversionistas, atraídos por la combinación de altos tipos de interés con presiones apreciatorias de una balanza comercial cada vez más superavitaria. De esta manera, al saldo comercial hay que añadir las entradas de capitales extranjeros (6500 millones de dólares contabilizados como inversión directa y otros 3500 en cartera). Esta lógica no puede perdurar en el tiempo. De un lado, eventualmente la apreciación llevará a una reducción del superávit de la balanza comercial. De otro, la volatilidad de los flujos de cartera puede suponer una corrección brusca del tipo de cambio ante una reversión del sentimiento de los inversores. Ya en marzo observamos que el mercado de tipo de cambio no es muy líquido y que vuelcos en la demanda pueden fácilmente llevar la moneda por encima de 2,7 Rs/\$.

La apreciación del real no ha sido sólo en el frente nominal. También se observa una persistente inflación. A pesar de los esfuerzos extremadamente ortodoxos de la política monetaria, ni la inflación actual ni las expectativas han cedido todo lo que se esperaba. Sólo recientemente las expectativas de inflación se han reducido por debajo del 5,4%. Y la inflación, actualmente en el 7%, cederá en la segunda mitad de año reflejando el buen desempeño del real y las medidas restrictivas del Banco Central para terminar en el 6%.

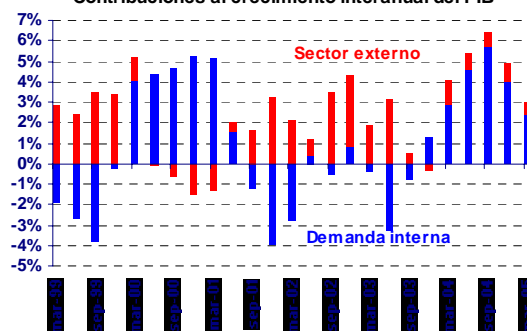
La pregunta es cuándo se producirá la corrección del tipo de cambio y cuál será el gatillo. Las recientes publicaciones mostrando el mal desempeño de la economía real no han servido como detonante. Sin embargo las acusaciones de corrupción de miembros de la coalición que gobierna el país sí han desencadenado ajustes y volatilidad en el tipo de cambio. También es posible que el Banco Central intente depreciar el real en forma paulatina vía adquisición de reservas (interviniendo tal como lo hizo en marzo). Para no tener repercusiones en las exportaciones, la depreciación debiese producirse antes de Septiembre, mes en que las grandes empresas deciden los proyectos y la construcción de plataformas exportadoras para 2006.

Nuestras previsiones son 2,7 Rs/\$ a fines de 2005 y 2,9 en 2006. Mientras que esperamos que el Banco Central detenga el aumento del tipo de interés, y lo revierta en la segunda mitad de año tras la estabilización de las expectativas de inflación y para dar un impulso a la demanda interna, necesitada de una caída de tipos Así estaría llevando la tasa SELIC al 18% al finalizar el año, desde el 19,75% actual.

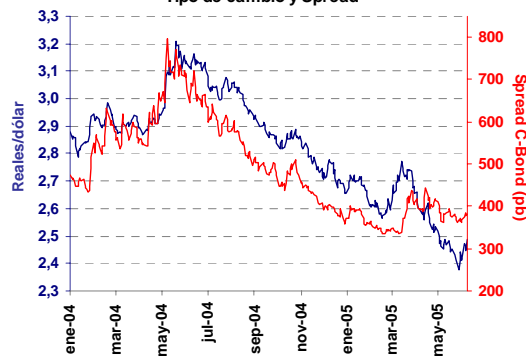
Crecimiento de las exportaciones e importaciones (% intertrimestral)



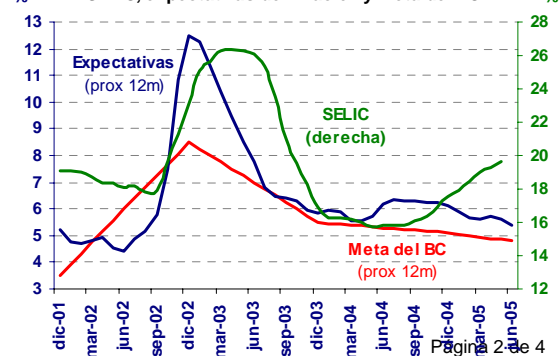
Contribuciones al crecimiento interanual del PIB



Tipo de cambio y Spread



SELIC, expectativas de inflación y meta del BC



## **Escenario Político: Turbulento, pero Lula mantiene respaldo**

Sin duda el escenario político es el más complicado que ha enfrentado hasta ahora el gobierno de Lula. La atmósfera electoral se adelantó y, como mencionamos hace un tiempo, lo que resta de este gobierno de Lula está encaminado a un "lame-duck".

Congreso: aire enrarecido

En el Congreso el actual jefe de la cámara de diputados, Severino Cavalcanti ha agitado las aguas. A pesar de ser un caudillista nepotista a la vieja usanza, consiguió un hecho nunca antes visto en la política brasileña: una mesa coordinadora del legislativo impredecible y que no es controlada por el ejecutivo. La no alineación del legislativo a la agenda del ejecutivo no se circunscribe a Severino Cavalcanti. Toda la mesa coordinadora donde los actuales diputados desoyen incluso a los líderes de sus respectivos partidos. Todo esto a consecuencia de un frente de diputados "sin voz" que se aglutinó en torno a la figura de Cavalcanti. Por ello la oposición está arrepentida de haberlo puesto como candidato para encabezar la cámara de diputados.

Ejecutivo: agenda electoral

El éxito de la coalición de gobierno descansa en dos pilares: la popularidad de Lula y la negociación de cargos públicos entre los distintos partidos que la conforman. En este sentido, los esfuerzos de Lula se han volcado a mantener su popularidad y a satisfacer las demandas de los distintos partidos. Aunque la agenda del gobierno en materia legislativa es pobre, existe claridad en una cosa: el blindaje del ejecutivo a Palocci (ministro de Hacienda) y a su política de responsabilidad fiscal. Este blindaje se ve fortalecido tras el éxito de Palocci en frenar una escalada de demandas de distintos ministerios que desearon parte de la mayor recaudación que consiguió el gobierno en estos últimos meses.

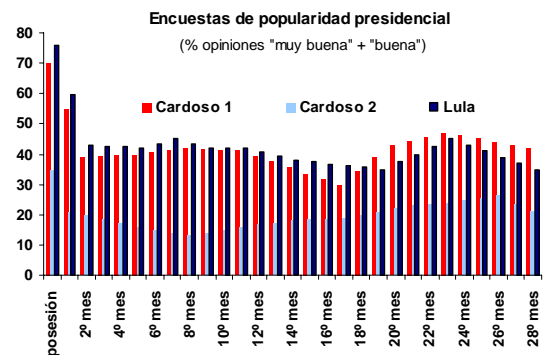
La autonomía del Banco Central es menos probable ahora, tras darle rango de ministro al presidente de la entidad monetaria. En todo caso se ha mantenido con rigor la política ortodoxa de "inflation targeting" y se espera que la salida de Meirelles (actual presidente del BC y asolado por acusaciones de evasión de impuestos) no sea disruptiva. Meirelles será probablemente reemplazado por Portugal, ex asesor del Fondo Monetario (actualmente en el Ministerio de Hacienda).

Casos de corrupción

Un caso de corrupción en Correos se suma a una seguidilla de escándalos publicados en la prensa. Estos casos de corrupción están empezando a socavar la imagen de Lula, quien aun goza de amplia credibilidad (ver gráfico). La popularidad de Lula es clave para el actual gobierno, ya que ésta aglutina a los distintos partidos de gobierno y mantiene a raya voces disidentes, cada vez más fuertes, dentro de su partido, el PT.

Previsiones

El PT es quien más a sufrido con los escándalos de corrupción. Mientras la oposición intenta traspasar este descontento a la imagen de Lula, éste sigue arriba en las encuestas y con altas probabilidades de ser reelecto en la elección presidencial de 2006. La probabilidad de otro resultado en las elecciones es muy baja por ahora. Sólo se produciría si Lula persiste en su



política mediática de protección de miembros del PT vinculados a escándalos de corrupción.

El miedo a que el gobierno aplique una estrategia electoral vía medidas populistas no es probable. A pesar de no contar con una agenda legislativa, en las últimas semanas Lula paró dos proyectos de ley, uno para aumentar los salarios de los funcionarios públicos y otro para aumentar los sueldos de las fuerzas armadas. En este sentido su discurso de responsabilidad fiscal sigue fuerte y es su marca de credibilidad.

El discurso político que el gobierno probablemente utilizará para ganar simpatías del electorado es el de mayor proteccionismo. Como hemos recalcado siempre, el discurso proteccionista en Brasil sigue con fuerza. El gobierno anunció medidas de protección (mayores aranceles) a la importación china de calzados, textiles, juguetes y artículos eléctricos. Por ahora esto no representa un problema, ni para la inflación ni para la producción, pero deja abierta la puerta para una escalada proteccionista.

Los candidatos para la próxima elección estarán claramente definidos en Septiembre y la nueva mesa directiva del PT, principal partido de gobierno albergando diversas posiciones encontradas, será electa a fines de 2005.