

# Mitos y realidades de la economía brasileña

Informe Mensual Octubre

Lunes 5 de noviembre de 2012

**labourcapitalgrowth**

Ramsay 1810 - Piso 5°  
(5411) 4786-9768  
[www.lcgsa.com.ar](http://www.lcgsa.com.ar)  
contacto: [info@lcgsa.com.ar](mailto:info@lcgsa.com.ar)

## Editorial

A la espera de lo que pueda suceder con la convocatoria del 8N, el Gobierno centra la estrategia en tratar de pasar el difícil 2012 y apuesta a que la economía vuelva a traer buenas noticias el año próximo. En su lógica de traspasar el ajuste a terceros (como sucedió con las provincias), recientemente fue el turno de las empresas de seguros, que deberán destinar parte de sus carteras a financiar proyectos de inversión e infraestructura.

En materia financiera, a la incertidumbre generada por la pesificación de la deuda en dólares con legislación local del Chaco le siguió el fallo de la Cámara de Apelaciones de Nueva York, convalidando la solicitud de trato igualitario a los *hold-outs*. Esta decisión tomó por sorpresa al Gobierno y llevó a CFK a explicitar nuevamente que pagará los próximos compromisos en dólares, además de golpear las cotizaciones de los títulos nacionales con legislación extranjera.

Paradójicamente, un Gobierno que siempre sostuvo que el crecimiento económico dependió mucho más del fortalecimiento del mercado interno que de un contexto internacional extraordinariamente favorable, tiene todas sus esperanzas centradas en lo que puedan aportar la soja y la recuperación de Brasil. Como consecuencia de ello, vale la pena poner el foco en el desempeño de la economía brasileña en un contexto de más largo plazo.

Indudablemente, su mayor logro ha sido la mejora sostenida de los indicadores sociales, pese a haber mostrado una tasa de crecimiento promedio del PBI que en la última década fue de las más bajas de la región. Ahora bien, las dudas con respecto al futuro surgen porque se trató de un modelo de crecimiento muy focalizado en el aumento del consumo privado, que fue acompañado de un salto de magnitud en el nivel de endeudamiento de los hogares y, dadas las altas tasas de in-

terés, con un peso elevado sobre los ingresos de las familias. Por otra parte, tampoco se observan cambios positivos en su estructura productiva: la industria viene perdiendo participación en el PBI, es bajo el ratio Inversión/PBI, aumentó fuerte el desequilibrio comercial intraindustrial y la contribución de las manufacturas en el aumento de las exportaciones fue marginal.

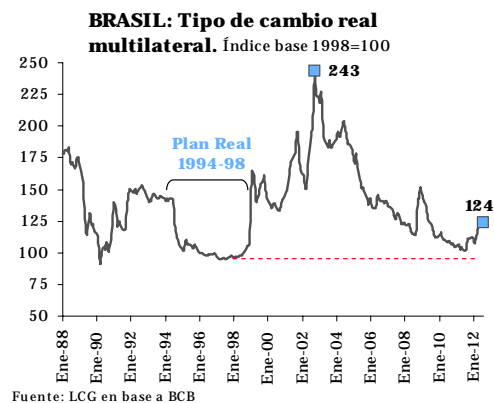
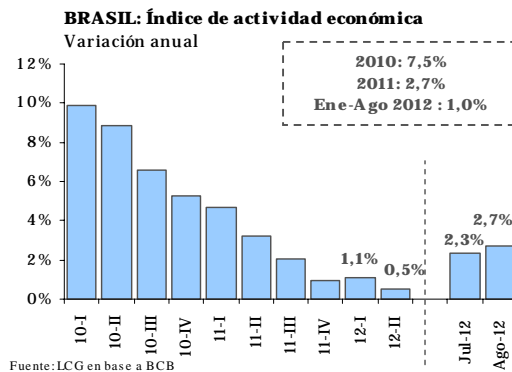
Obviamente, un manejo cuidadoso de la macro en la fase expansiva del ciclo le permitió al gobierno brasileño implementar políticas anticíclicas para intentar dinamizar la actividad (que empezó a mostrar signos de recuperación a partir de junio). No obstante, se debe ser cauto con respecto al futuro: la economía podrá responder a las medidas implementadas y crecer hasta un 4% en 2013, pero este pronóstico tiene más riesgos que en el pasado. Y no puede soslayarse el impacto que tendría una profundización de los problemas del mundo desarrollado sobre el sistema financiero brasileño, que duplicó su peso en la economía en la última década.

## Esperando el rebote

**Pese a las expectativas iniciales y las políticas anticíclicas que el Gobierno brasileño viene implementando desde finales de 2011, el PBI crecerá sólo 1,5% este año.** Más allá de que existieron factores externos que jugaron en contra (como la caída de la demanda mundial y la sequía que afectó la producción agropecuaria), lo cierto es que **la actividad económica viene desacelerándose de forma sostenida desde finales de 2010.**

En buena medida, **la causa que explica esta dinámica debe hallarse en el excesivo celo que mostró la política económica brasileña en recuperar la fortaleza de las principales variables macro luego del “relajamiento” que significaron las elecciones presidenciales de 2010** (principalmente en materia de caída del superávit primario y aumento de la inflación).

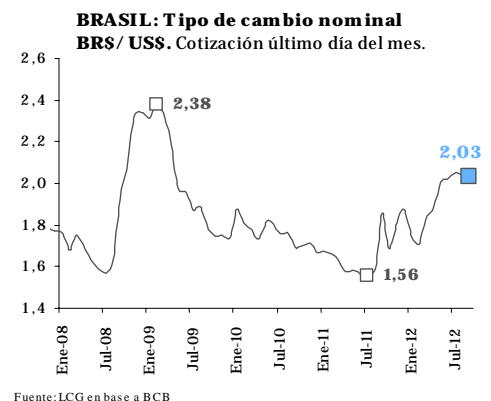
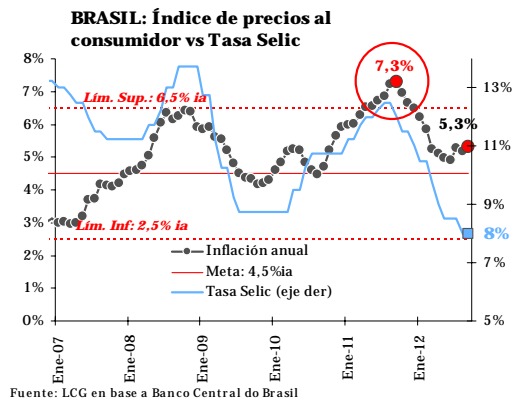
Poner el foco en el control de la inflación vía la suba de las tasas de interés de referencia fue eficaz para mantener a raya a la suba de los precios. Pero generó a su vez otro problema: **el efecto combinado de una economía que había alcanzado el *investment grade* a mediados de 2008 con una tasa de interés del Banco Central Brasileño (BCB) Selic en torno a los dos dígitos en un mundo desarrollado de tasas cercanas a 0%, resultó un poderoso imán para el ingreso de capitales desde el extranjero.** La entrada fue de tal magnitud que aun con el rol activo que adoptó el BCB (las compras de divisas llevaron a las reservas internacionales a un nuevo récord histórico), igualmente no pudo quitar presión sobre la cotización de la moneda doméstica y llevó al Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) a niveles similares a los observados durante el “Plan Real” en los ‘90.



**Este modelo de funcionamiento de la política monetaria y cambiaria se modificó a finales de agosto de 2011.** Aun con una inflación minorista que se encontraba por aquel entonces encima del límite superior, el BCB inició un proceso sostenido de reducción de la tasa Selic que pasó del 12,5% al 7,25% en la actualidad. El objetivo fue, además de estimular la demanda privada, desalentar la entrada de capitales a la economía para quitar presión en el mercado de cambios. Como resultado de ello, **el Real se depreció nominalmente un 30% desde mediados del año pasado** y se redujo sensiblemente el ritmo de crecimiento de las reservas internacionales del BCB (del 35% al 8% ia).

Las claras señales que se han dado en materia cambiaria, tanto desde lo discursivo como en materia de intervención del BCB una vez que el tipo de cambio superó la barrera de los R\$/US\$ 2, **han convencido al sector privado de que el Gobierno se siente mucho más “cómodo” con el nivel actual del tipo de cambio y que se harán los esfuerzos que sean necesarios para evitar volver al período del “súper Real” de los años recientes.** De acuerdo al relevamiento de expectativas que realiza el BCB, se espera que el tipo de cambio nominal se mantenga en torno a los valores actuales y un leve repunte de la tasa Selic a 8% recién a finales de 2013, en paralelo con el repunte de la economía y las mayores presiones inflacionarias.

**Si bien en una magnitud menor que en el caso monetario, la política fiscal también adoptó un sesgo expansivo.** El Gobierno anunció más de nueve paquetes fiscales destinados a apuntalar el crecimiento económico y de la industria en particular, **que redujeron en 1,2% del PBI el resultado fiscal primario en los últimos doce meses.** El efecto combinado de la menor actividad económica y las medidas fiscales de estímulo adoptadas (como la baja en las tarifas energéticas para la industria, la reducción de las cargas patronales, disminución de impuestos para empresas



**BRASIL: Expectativas de Mercado**  
Datos de Oct-12

	2012	2013
Inflación %	5,4%	5,4%
SELIC, fin de año	7,25	8,00
SELIC, promedio anual	8,47	7,44
TC, fin de año	2,01	2,01
TC, Promedio anual	1,95	2,01

Fuente: LCG en base al BCB

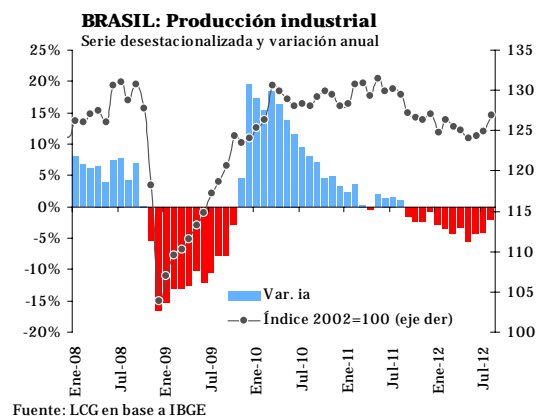
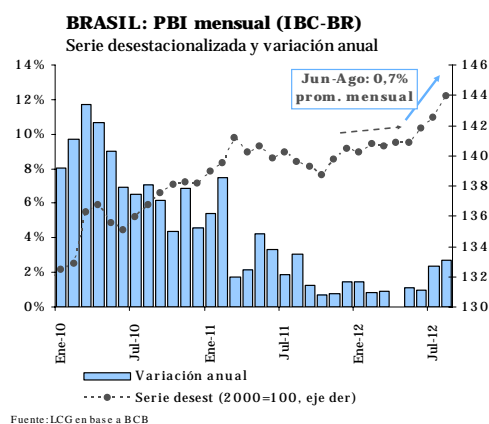
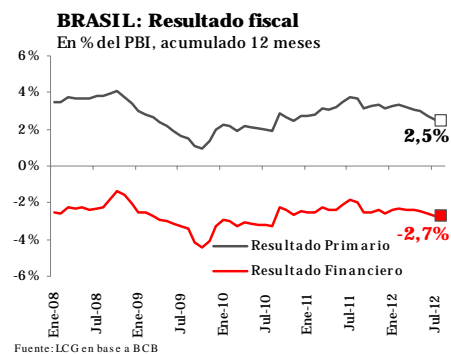
exportadoras y la reducción temporal del IPI para estimular la venta de automóviles<sup>1</sup>, etc) hizo que el superávit primario cayera del 3,7% al 2,5% del PBI.

**La paradoja es que la baja de la tasa Selic aumentó el margen de maniobra fiscal del Gobierno**, ya que reduce los servicios de la deuda pública (por un monto equivalente al 0,5% del PBI). Así, este efecto atenuó el impacto de la reducción del superávit primario sobre el déficit financiero, que en el último año sólo se incrementó 0,7% del PBI.

**Las distintas políticas anticíclicas adoptadas recién impactaron en la actividad a partir de junio**, cuando la economía brasileña comenzó a mostrar signos de recuperación. En agosto creció al 2,7% ia, y por cuarto mes consecutivo se aleja del 0% que había reflejado en abril. De hecho, creció 1% contra julio en la serie desestacionalizada y fue la mayor variación de todo el 2012.

Si bien las políticas expansivas llegaron a tiempo para evitar la recesión, vale advertir que no todos los sectores corrieron igual suerte: **la industria manufacturera se encuentra en recesión desde hace más de un año y todavía no superó los niveles de producción alcanzados en el año 2008**, previo a la crisis financiera internacional. Pese a que la industria también mostró algunos signos de recuperación en los últimos meses (debido fundamentalmente al impulso que dio la rebaja del IPI al sector automotriz), todavía se mantiene en terreno negativo en la comparación interanual: después de caer 5,8% ia en may-12, en agosto recortó la caída al 2% ia.

En última instancia, un manejo macro cauteloso durante la fase expansiva del ciclo le permitió al gobierno brasileño relajar la política económica para intentar dinamizar la activi-

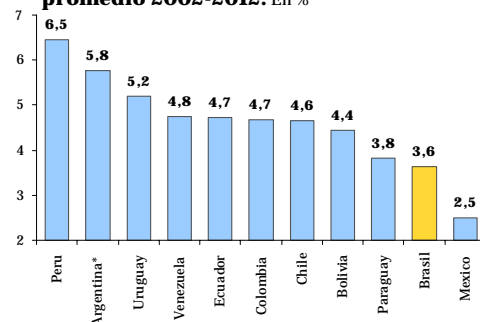


<sup>1</sup> Inicialmente, la rebaja del IPI regía hasta agosto. Posteriormente se prorogó a octubre y la semana pasada se anunció la extensión a diciembre.

dad económica. La incipiente recuperación, en combinación con las perspectivas de una mejora de la cosecha agropecuaria, mejoraron las expectativas de crecimiento para el 2013 (actualmente se ubican en el 4%).

Ahora bien, **cuando se sale de la coyuntura y se toma un contexto de más largo plazo se observa que la economía brasileña se encuentra dentro de las de menor crecimiento de la región.** Teniendo en cuenta ello, vale la pena analizar en detalle cuáles han sido los pilares sobre los cuales se sustentó el proceso de crecimiento brasileño en los últimos años y cuán sostenibles resultan a futuro.

**PBI real: crecimiento anual promedio 2002-2012. En %**



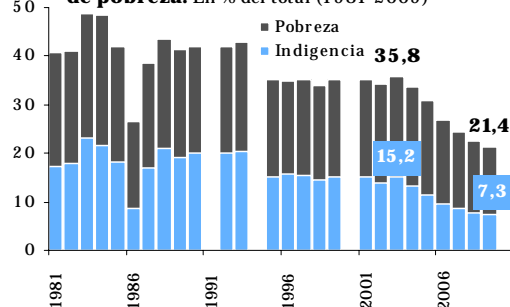
Fuente: LCG en base a FMI  
\*Estimaciones propias a partir de 2008

## Mejora social y dependencia del consumo

Mirado en una perspectiva histórica, **el mayor logro de la economía brasileña se vincula con la sostenida mejora de los indicadores sociales durante los últimos años.** Aun cuando la tasa de crecimiento promedio del PBI no ha sido particularmente elevada, un entorno macroeconómico con fluctuaciones muy acotadas y una inflación sustancialmente inferior a la de nuestro país, han permitido **un impactante descenso de la pobreza y un mejoramiento en la distribución del ingreso.**

**La pobreza se redujo un 40% en los últimos años: pasó del 36% en 2003 al 21,4% en 2009<sup>2</sup>. La baja fue aún más impactante en la indigencia, que se redujo a la mitad y actualmente afecta al 7,3% población. Como conse-**

**BRASIL: Población en condiciones de pobreza. En % del total (1981-2009)**



Fuente: LCG en base a IPEADATA

<sup>2</sup> Último dato disponible.

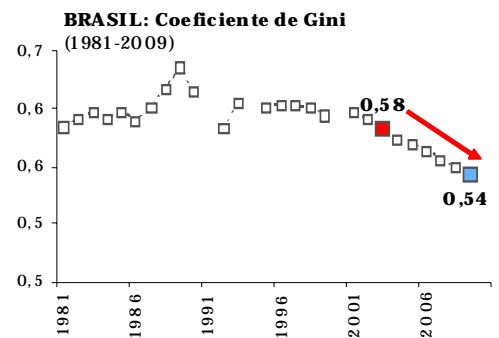
cuencia de este proceso de mejora social, 22 millones de personas abandonaron la pobreza y 12,6 millones la indigencia.

Tratándose de una de las economías más inequitativas de la región, **la desigualdad evidenció una importante mejora durante los 2000s**: el coeficiente de Gini se redujo de 0,58 a 0,54 en el mismo período. Todavía más impactante es el hecho de que **la mejora de los ingresos fue decreciente a medida que nos movemos hacia los deciles más aventajados**: entre 2003 y 2009, el ingreso promedio del decil más pobre creció 3 veces más que el del 1% más rico de la población (60% vs 20%). Pese a la mejora Brasil sigue siendo una de las economías más desiguales de la región, **pero la tendencia reciente ha modificado profundamente la estructura de la sociedad brasileña**: en los últimos diez años 35 millones de personas se incorporaron a la clase media (casi el 20% del total de la población).<sup>3</sup>

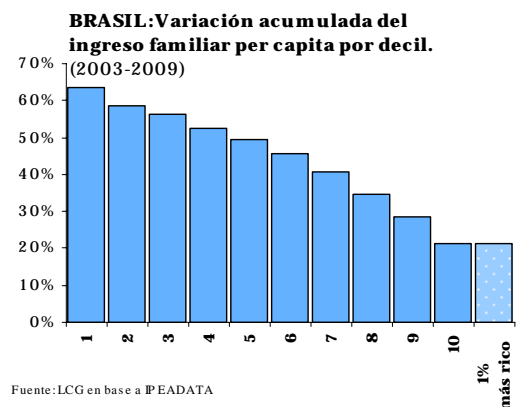
**Este proceso de mejora social se ha sostenido principalmente sobre cuatro pilares**: 1) aumento sostenido del empleo que llevó a la tasa de desempleo a mínimos históricos, 2) incremento del salario real, exacerbado por la apreciación real de la moneda que aumentó el poder de compra en dólares de las remuneraciones, 3) un salto discreto en la profundidad del sistema financiero, y 4) la mayor participación de políticas sociales vía transferencia de ingresos.

Después de la incertidumbre que generó la llegada de Lula a la presidencia en 2003, que llevó a **la tasa de desempleo por encima del 12%**, la misma **se redujo sostenidamente y de forma prácticamente ininterrumpida**. De hecho, la tasa de desempleo siguió reduciéndose aún con una economía prácticamente estancada en 2012 y actualmente afecta a sólo el 5,4% de la Población Económicamente Activa (PEA). **Pero no sólo se trató de una cuestión de cantidad si-**

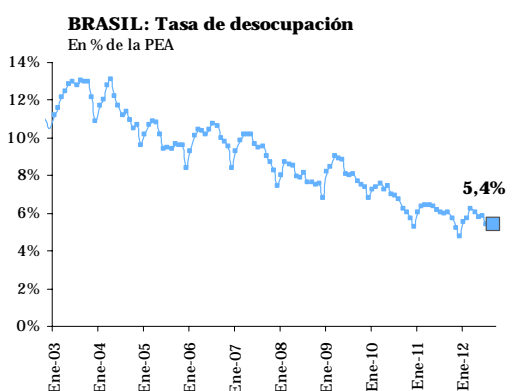
<sup>3</sup> Secretaría de Asuntos Estratégicos de la Presidencia, que considera como "clase media" a todas las familias con una renta per cápita de entre US\$ 145 y US\$ 600 (R\$ 291 y R\$ 1.019).



Fuente: LCG en base a PEADATA



Fuente: LCG en base a PEADATA

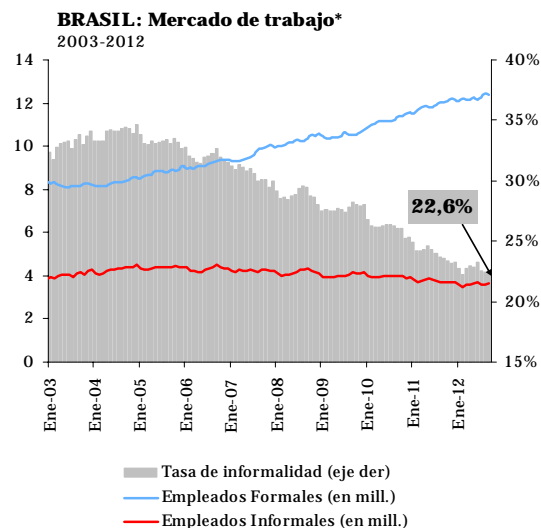


Fuente: LCG en base a BCB

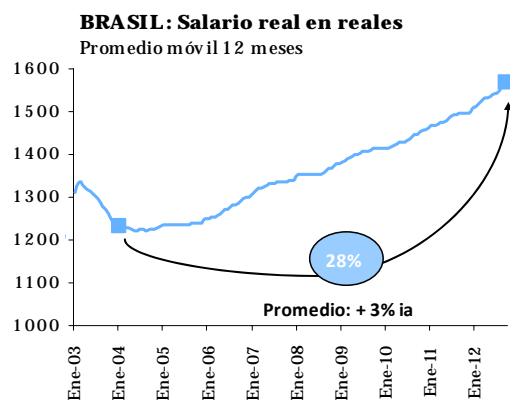


**no de calidad del empleo generado.** En la última década, el empleo formal creció sostenidamente y permitió **reducir la tasa de informalidad de los asalariados brasileños más de 10 pp**: hoy es del 22,6% del total en los principales centros urbanos.

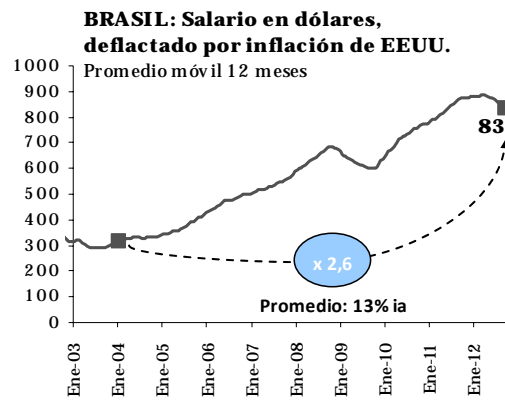
Controlado el salto inflacionario de 2003, **el salario real total de la economía** (esto es, tanto trabajadores formales e informales) **mostró un crecimiento ininterrumpido y acumula una expansión del 28% con respecto a principios del 2004** (equivalente a un crecimiento anual promedio del 3%). **Y el impacto de la recomposición salarial sobre el consumo privado se vio potenciado por el aumento del poder de compra de los ingresos medido en dólares**: en igual período, el salario en dólares (aun descontando el efecto de la inflación en los EEUU) creció al 13% anual y se multiplicó 2,6 veces.



Fuente: LCG en base a BCB  
\* Cobertura: 6 principales regiones metropolitanas

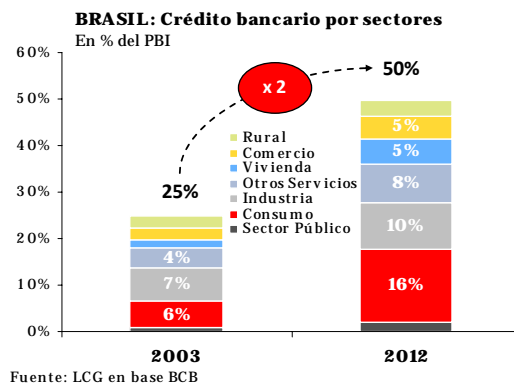


Fuente: LCG en base a BCB



Fuente: LCG en base a BCB y BLS

En tercer lugar, **el sector financiero tuvo un crecimiento espectacular a partir del 2003**: el crecimiento anual promedio del sector fue del 6,2% (el doble que el mostrado por el total del PBI), el número de ciudadanos bancarizados creció casi un 50% (lo que implicó un aumento de 15 millones de personas que pasaron a estar bancarizados) **y el sistema financiero duplicó su participación en la economía** (el stock de préstamos en relación al PBI pasó del



Fuente: LCG en base BCB

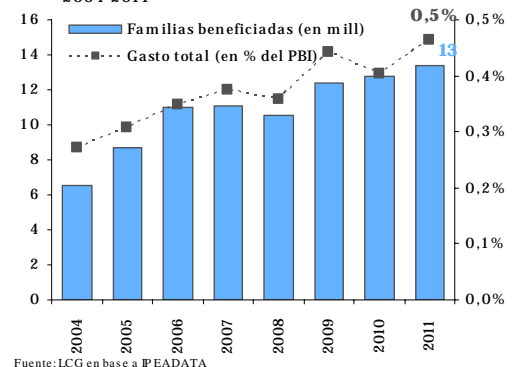
25% en 2003 al 50% en la actualidad). Tan solo para ponerlo en contexto, cabe destacar que en la Argentina dicho cociente se ubica actualmente en el 16,4%, 4 pp por debajo del promedio existente durante la Convertibilidad. En el caso brasileño, **es importante mencionar que el aumento del crédito se concentró en el consumo:** casi triplicó su participación en el PBI (pasando del 6% al 16%) y explicó el 40% del total del aumento de la penetración del sistema financiero.

Por último, debe destacarse **el fuerte impacto que ha tenido en los estratos de menores recursos la activa política social brasileña**, de la cual el plan “Bolsa Familia” es su principal componente. Se trata de un programa de transferencia de ingresos creado a fines de 2003, que ha venido aumentando su cobertura incluyendo a 13 millones de hogares (**25% del total de la población**) y tiene un costo anual equivalente al **0,5% del PBI** (US\$ 9.500 M).

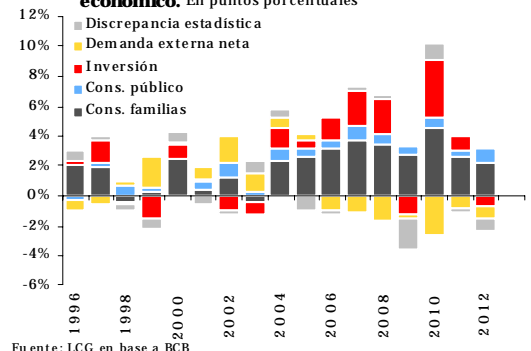
Como era de esperar, este contexto permitió que el consumo privado se transformara en el principal motor de la economía brasileña (como se observa en las barras negras del gráfico). En la última década, su tasa de crecimiento anual promedio fue superior a la del PBI (4,3% vs 3,6%), lo que hizo que su participación en el total del producto aumentara 6 pp entre 2003 y 2012 (pasando del 60% al 66% del PBI). Si bien la inversión tuvo un comportamiento más dinámico (creció al 5,7% anual en el mismo período), lo cierto es que **la elevada participación del consumo privado en el total del producto hizo que su evolución explicara 3/4 del crecimiento del PBI en el período.**

Indudablemente, el hecho de que muchas personas se incorporaran a la clase media y vieran ampliadas sus posibilidades de consumo permitió un cambio sustancial en la estructura socioeconómica brasileña. En todo caso, **las dudas surgen a futuro con respecto a la sostenibilidad de las con-**

**BRASIL: Programa Bolsa Familia 2004-2011**



**BRASIL: Contribución al crecimiento económico. En puntos porcentuales**



**BRASIL: Crecimiento económico Promedio 2003-2012**

	Varia en %	Contrib. en pp
<b>PBI</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,6%</b>
Consumo privado	4,3%	2,7%
Consumo público	3,3%	0,7%
Inversión	5,7%	0,9%
Demanda externa		-0,3%
Exportaciones	4,8%	0,5%
(-) Importaciones	10,9%	0,8%
Discrep. Estadística	15,7%	-0,3%

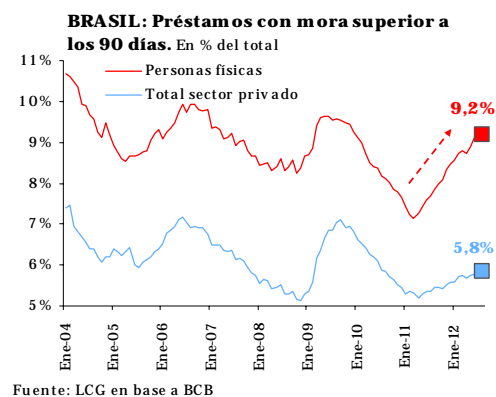
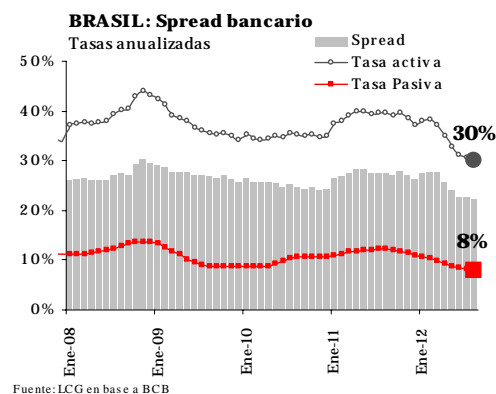
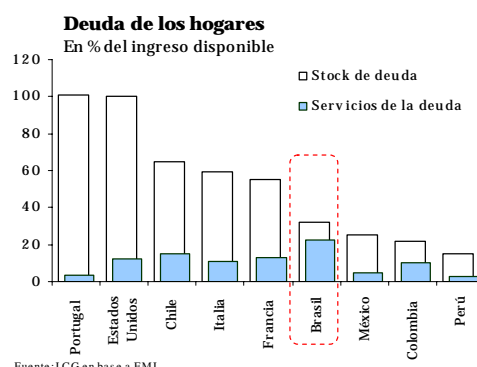
Fuente: LCG en base a BCB

**diciones de base sobre las cuales se apalancó el crecimiento de la economía.**

**El primer motivo de preocupación tiene que ver con el sector financiero, y en particular con el hecho de si no se ha generado una burbuja en los últimos años.** Por lo pronto, el acelerado proceso de aumento de la deuda de los hogares brasileños parece haber encontrado sus límites. El *stock* total de deuda de las familias se ubica actualmente por encima del 30% del PBI. Si bien este porcentaje está en línea con el de otras economías de la región (México, Colombia) y bastante por debajo de los países desarrollados (que actualmente están padeciendo las consecuencias del *boom* previo en materia crediticia), el problema se centra en el enorme peso que tiene en el ingreso disponible de las familias: **los servicios de la deuda de las familias absorben, en promedio, el 22% de los ingresos disponibles.** Así, y pese a que el stock de la deuda de las familias es la mitad del existente en Chile (32% vs 65%), la carga de los servicios sobre el ingreso disponible de las familias es un 50% superior.

**El significativo peso de los servicios de la deuda de las familias se explica por las enormes tasas de interés reales con las cuales opera el sistema financiero brasileño:** pese a los bajos niveles de inflación (el promedio de los últimos años ha sido del 5,5%), **la tasa de interés activa promedio se ha ubicado persistentemente por encima del 30%.** Obviamente, este esquema ha resultado muy provechoso para el sistema financiero, con un *spread* de intermediación superior al 20%.

El efecto combinado del aumento sostenido del crédito y las altísimas tasas de interés reales que pagan las familias por su deuda implica **un contexto de vulnerabilidad cuando la actividad económica empieza a perder impulso.** De hecho, esto es lo que sucedió a partir de 2011: si bien todavía por debajo de los niveles de 2003-04, **la mora de los**



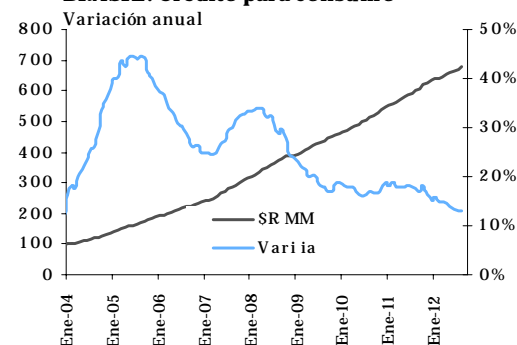
préstamos al consumo ha venido creciendo sostenidamente a partir de principios de 2011 y actualmente afecta al 9,2% del total. Distintamente, el aumento de la mora total del sistema ha sido mucho menor ya que la correspondiente a empresas se ha mantenido relativamente constante.

En segundo lugar, el menor ritmo de crecimiento de los préstamos ha venido afectando el desempeño del consumo privado. De hecho, los préstamos al consumo nunca retomaron la dinámica previa a la crisis de 2008-09 (cuando crecían al 30% ia) e incluso se han desacelerado desde principios de 2012 (actualmente vienen creciendo apenas por encima del 10% ia). Y un mayor rol activo de la banca pública (1/4 del total de los préstamos al consumo) permitió moderar la desaceleración del total, ya que la banca privada ha adoptado un rol más conservador en materia de financiamiento al consumo. Como consecuencia de ello, la desaceleración del consumo privado ha sido muy similar a la que tuvo lugar en el 2009, pero bastante más extensa: ya van cuatro trimestres con un crecimiento promedio del 2,5% ia.

Por último, la otra incógnita es cuánto puede sostenerse un modelo de crecimiento basado en el consumo privado, una vez que se acota el potencial de mejora asociado a la incorporación de gente al mercado laboral, el atraso cambiario limita la posibilidad de sostener la suba del salario en dólares y el nivel de endeudamiento empieza a resultar una carga demasiado pesada para los hogares. Máximo cuando se observa la magnitud del salto en la demanda doméstica de bienes durables: actualmente se venden el triple de autos y motos que en 2003 y el cuádruple de electrodomésticos.

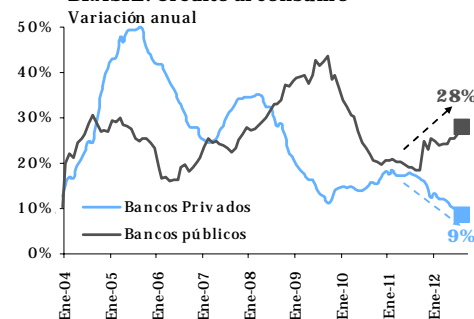
En este sentido, las chances de poder pasar a un modelo de crecimiento con el mismo ímpetu pero más equilibrado lucen más bien limitadas. Pese a haber si-

**BRASIL: Crédito para consumo**



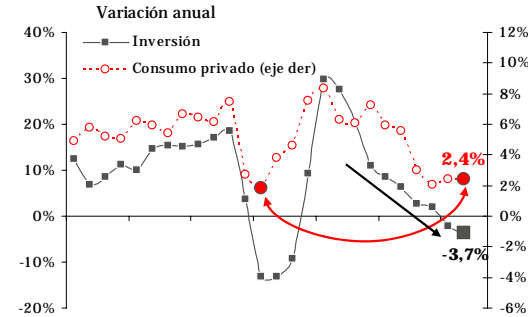
Fuente: LCG en base BCB

**BRASIL: Crédito al consumo**



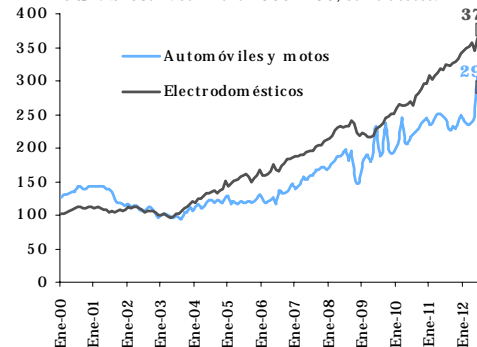
Fuente: LCG en base BCB

**BRASIL: Consumo vs. Inversión**



Fuente: LCG en base a BCB

**BRASIL: Ventas minoristas de bienes durables. Base Enero 2003=100, serie desest.**



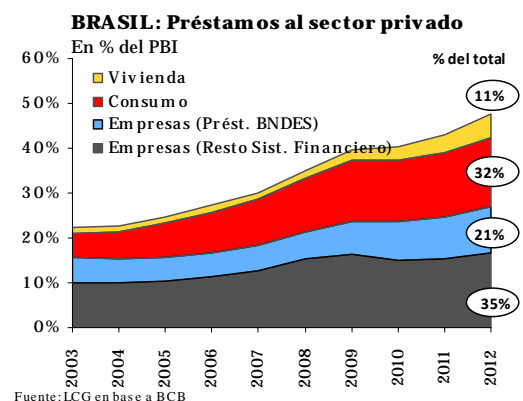
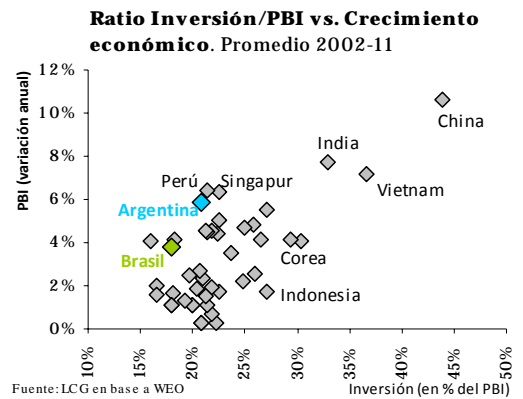
Fuente: LCG en

do el componente más dinámico del PBI en la última década y al gran impulso que ha tenido la Inversión Extranjera Directa (IED), **el ratio Inversión/PBI de la economía brasileña aún se ubica entre los más bajos de la región y bien alejado del que tienen los países con mayor crecimiento en la última década: pasó del 16% del PBI en 2003 al 20% en 2012, contra un promedio del 23% en América Latina.**

Dado este escenario de incertidumbre, vale la pena analizar cuál ha sido la evolución de la estructura productiva brasileña en los últimos años y si ha ganado participación la industria manufacturera (y en particular aquella de mayor complejidad tecnológica). Porque la forma de sostener la suba del salario real es vía incrementos de productividad. Y ello permitiría también apuntalar un modelo de crecimiento que se apoye más en las exportaciones de mayor valor agregado.

## ¿Salto industrializador o primarización?

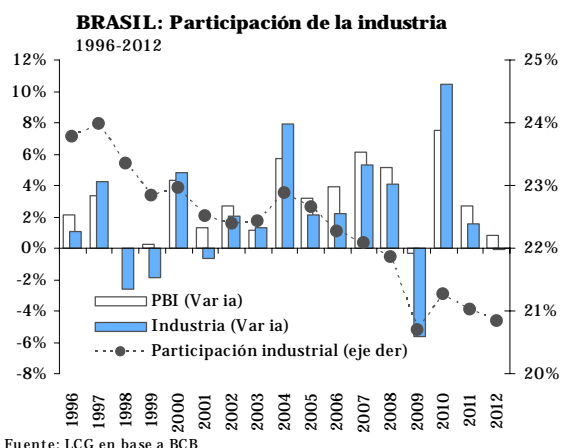
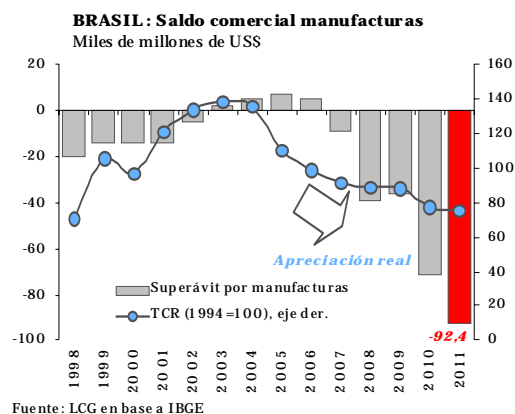
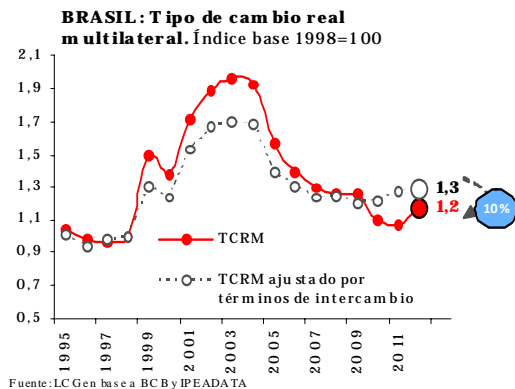
**El ámbito en el cual se ha desempeñado la industria manufacturera en la última década ha presentado incentivos contrapuestos.** Por un lado, el entorno de negocios ha tenido un sesgo claramente pro-inversión que ha motorizado el ingreso de IED, a la vez que ha mejorado sensiblemente el acceso al crédito para las empresas. **Indudablemente, en este sentido ha jugado un rol preponderante el BNDES:** dentro de una estructura financiera segmentada, le ha permitido a las empresas brasileñas el acceso al crédito en condiciones extremadamente favorables (el 40% del total de los préstamos a empresas corresponde al BNDES).



Pero por otro lado, el ingreso masivo de capitales desde el exterior para aprovechar el diferencial de tasas de interés con el resto del mundo ha redundado en **un proceso de apreciación real de la moneda brasileño, suba de los costos salariales en dólares y pérdida de competitividad de la industria manufacturera brasileña.** Previo al inicio del ciclo de bajas sostenidas en la tasa de referencia Selic, **el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) de la economía brasileña se ubicaba en niveles muy similares a los existentes cuando se vio obligada a abandonar el Plan Real y devaluar la moneda.** Desde una perspectiva macro, es cierto que la suba de los precios internacionales de los *commodities* le ha permitido a Brasil morigerar los efectos de la apreciación real, manteniendo una balanza comercial superavitaria y un desequilibrio en cuenta corriente moderado. Y eso que, debido a la diferencia en la canasta importadora, **el efecto vía términos de intercambio ha sido mucho más moderado en Brasil que en la Argentina:** el TCRM corregido por términos de intercambio resulta sólo un 10% superior.

Sin embargo, **la situación es muy distinta cuando el foco se pone hacia el interior del sector industrial. El déficit comercial de manufacturas se ha ampliado significativamente en los últimos años,** en paralelo con la apreciación real de la moneda. Y, al igual que otras economías de la región que se han visto favorecidas por el *boom* de los precios de las materias primas, **la industria ha ido perdiendo progresivamente participación en el total del PBI brasileño:** la pérdida ha sido superior a los 3 pp en los últimos quince años.

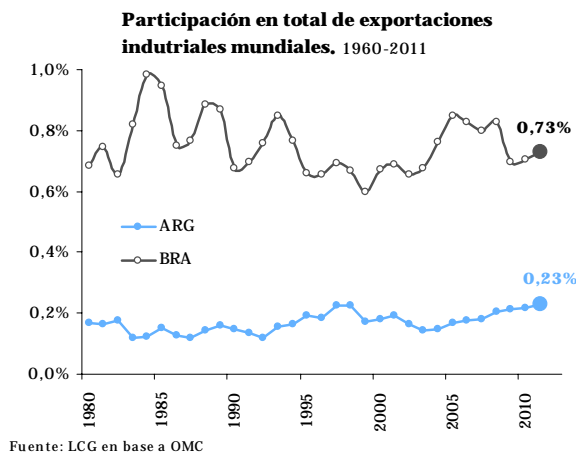
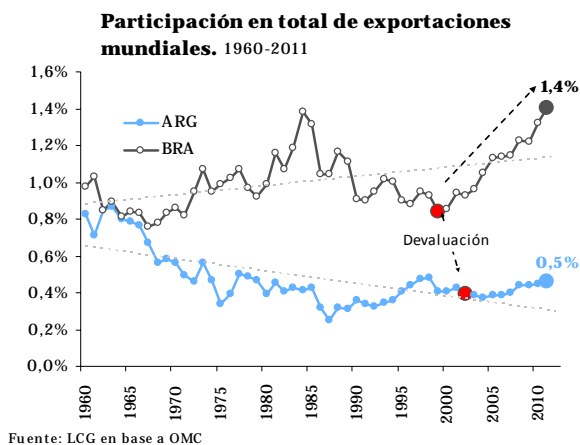
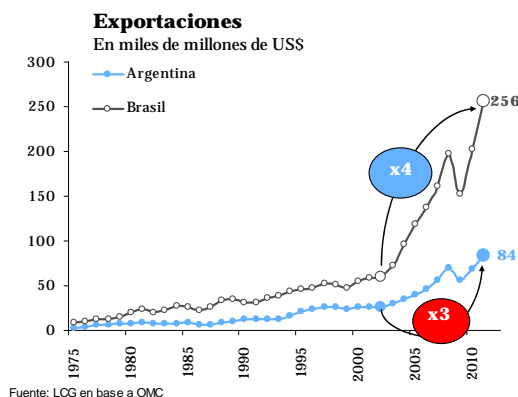
Tampoco se observa un cambio de composición en la estructura de exportaciones brasileña. **En la última década, las exportaciones brasileñas mostraron un desempeño notable y se cuadruplicaron.** En realidad, el punto de quiebre se produjo con la devaluación del Real en 1999: a



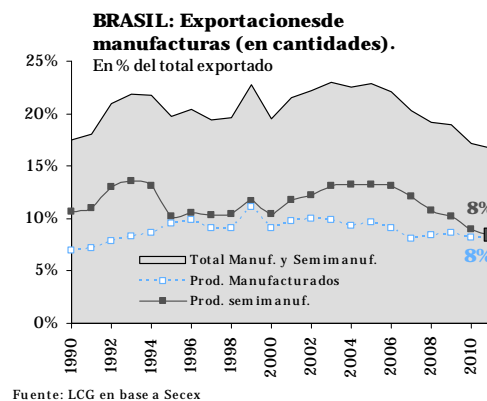


partir de allí **la participación brasileña en el total de las exportaciones mundiales aumentó un 75%** (pasando del 0,8% al 1,4% actual), e incluso superó el máximo anterior alcanzado a mediados de la década del '80.

Sin embargo, **esta mayor participación no tuvo su correlato en términos de manufacturas industriales:** la participación en las exportaciones mundiales se encuentra algo por debajo del promedio de la década del '80, y la moderada suba de principios de los '00s se revirtió luego de la crisis financiera internacional de 2008-09.



Lo cierto es que el salto exportador de la última década se explica fundamentalmente por el *boom* en el precio de los commodities y el sostenido aumento de la producción agropecuaria. De hecho, **cuando se mide en cantidades se observa que la participación de las manufacturas en el total exportado ha venido cayendo sostenidamente desde el 2006.**<sup>4</sup> Y la participación de las manufacturas de media y alta complejidad en el total de las exportaciones industriales apenas se ha mantenido constante en la última década.

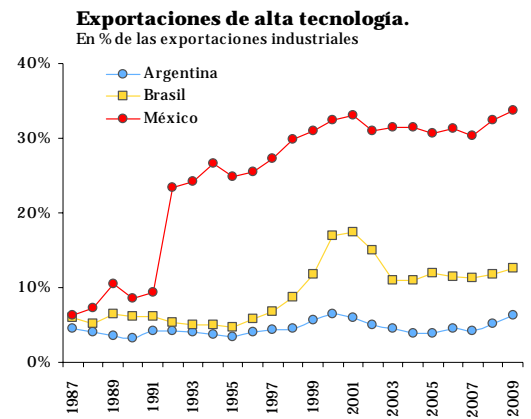


<sup>4</sup> En el caso de los productos “semimanufacturados” (asimilable a nuestras manufacturas de origen agropecuario), la participación se ha mantenido relativamente constante.

En todo caso, cuando se analiza comparativamente con la Argentina la evolución en materia comercial de los últimos años muestra una similitud y dos diferencias significativas. **La semejanza es que en ambos países el aporte de las manufacturas industriales al salto exportador ha sido marginal. Las diferencias tienen que ver con el rol del sector agropecuario y la dependencia mutua en materia comercial.** Si bien ambos países se han visto particularmente beneficiados por la suba de los precios internacionales de los *commodities*, **Brasil lo ha potenciado con una política de incentivo a la producción agropecuaria doméstica** (fundamentalmente en el caso de carnes y lácteos) **que le permitió un mayor crecimiento de sus exportaciones y ganar participación en las exportaciones mundiales de alimentos. No es el caso de nuestro país.**

La segunda diferencia se vincula a la dependencia relativa de ambos socios comerciales. **Aun con un tipo de cambio real bilateral que ha sido muy favorable para nuestro país, la Argentina ha venido perdiendo participación de forma sostenida en el total de las importaciones brasileñas.** En el caso de las importaciones argentinas, si bien la participación brasileña se redujo en los últimos años (y en 2012 como consecuencia de las trabas comerciales implementadas) todavía se encuentra bien por arriba de la existente en los '90s.

En resumen, **no se observan cambios positivos en la estructura productiva brasileña en los últimos años:** el sector industrial ha venido perdiendo participación en el total del PBI, el déficit comercial intra-industrial se ha incrementado sensiblemente de la mano de la apreciación real de la moneda doméstica, el salto exportador se debió al efecto combinado de la suba de la producción agropecuaria y los excelentes precios internacionales, y tampoco aumentó la participación de productos de mayor complejidad tecnológi-



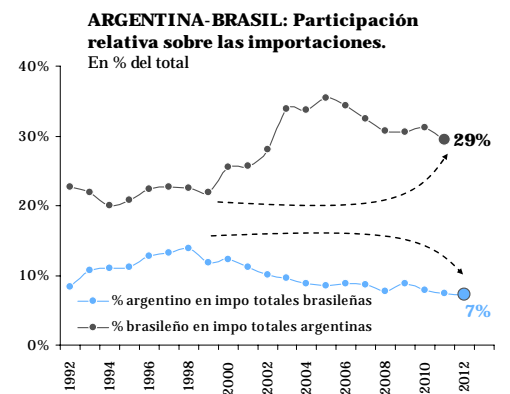
Fuente: LCG en base a Cepal

**Producción agropecuaria**

En millones de toneladas

	Argentina		Brasil	
	2010	Var. % c/ prom. 1995-99	2010	Var. % c/ prom. 1995-99
Maíz	22,7	61%	55,4	70%
Trigo	14,9	8%	6,2	156%
Soja	52,7	254%	68,8	150%
<b>Cereales + Oleaginosas</b>	<b>105,1</b>	<b>91%</b>	<b>153,7</b>	<b>102%</b>
Carne	4,7	21%	23,5	81%
Leche	10,5	10%	30,9	63%

Fuente: LCG en base a FAO.



Fuente: LCG en base a SECEX e INDEC

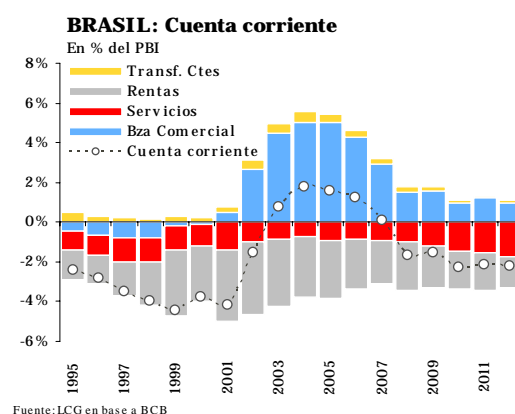
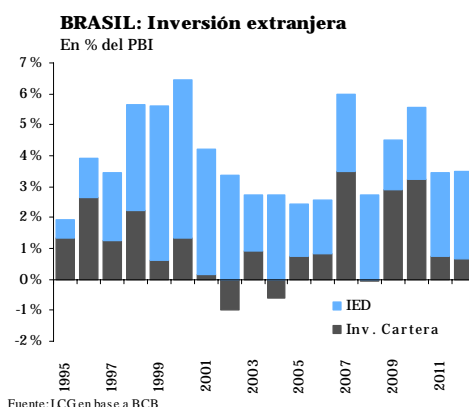


ca hacia el interior de las exportaciones de manufacturas. Teniendo en cuenta esta dinámica de largo plazo y las incipientes dudas de la economía brasileña (especialmente en materia de sobreendeudamiento de las familias y un modelo de crecimiento muy dependiente del consumo privado), **se debe tomar con cautela la magnitud del “rebote” de la economía brasileña en 2013 y, consecuentemente, el eventual efecto dinamizador sobre la actividad local.**

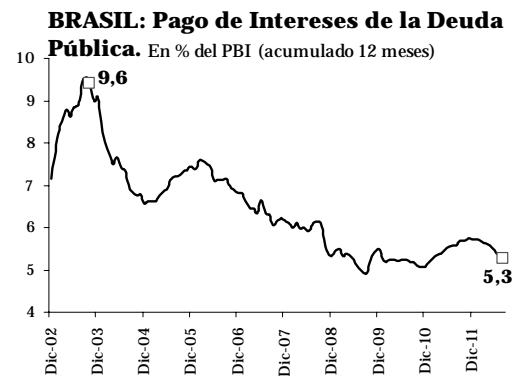
## Caminos divergentes

Más allá de la acotada transformación de su estructura productiva, lo cierto es que Brasil se ha “puesto de moda” y ha recibido enormes flujos de capitales desde el exterior, tanto en la forma de IED como de inversiones en cartera. **Este enorme flujo de capitales permitió simultáneamente financiar el desequilibrio de la cuenta corriente** (que se volvió deficitaria a partir de 2007) **y multiplicar más de 7 veces el stock de reservas internacionales a partir de 2006** (pasando de US\$ 50.000 M a US\$ 370.000). Con respecto a las cuentas externas, debe destacarse que el desequilibrio que registró la cuenta corriente en los últimos años se debió esencialmente al achicamiento del superávit comercial (la suba de los precios internacionales y la mayor producción agropecuaria permitieron que promediara 1,2% del PBI en los últimos años, aun en un contexto de fuerte apreciación real), con un saldo de servicios y rentas que se mantuvo relativamente constante en términos del PBI.

**En términos financieros, el mayor logro se vincula con la disminución de la carga de la deuda pública y el cambio de su estructura.** La transformación que tuvo lugar en la última década ha sido realmente notable. Como

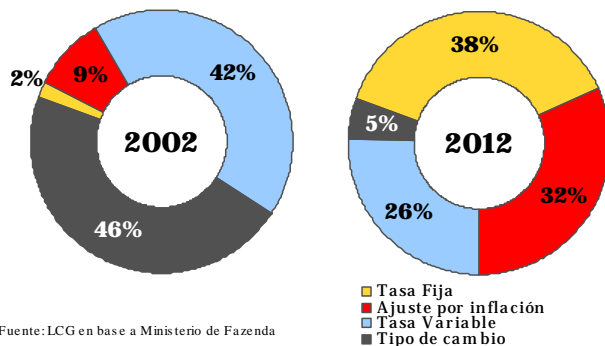


consecuencia de un genuino proceso de desendeudamiento, el *stock* de deuda pública en relación al PBI se redujo del 55% en 2003 al 35% en la actualidad y la carga de los intereses bajó prácticamente a la mitad (pasando del 9,6% al 5,3% del PBI). Tan importante como ello, es el hecho de haber resuelto el “pecado original” en materia de endeudamiento: **el peso de la deuda denominada en moneda extranjera sobre el total se redujo del 46% en 2002 al 5% en la actualidad**, ganando relevancia la emisión en moneda doméstica atada a la evolución de la inflación. **Este proceso de desendeudamiento y reducción del descalce cambiario disminuyó sensiblemente la vulnerabilidad de la economía brasileña ante *shocks* externos** (permitiendo utilizar la depreciación del tipo de cambio cuando es necesario dinamizar la actividad), **a la vez que habilitó una mayor disponibilidad de financiamiento para el sector privado.**



Fuente: LCG en base al BCB

**BRASIL: Composición de la deuda Pública**  
En % del total



Fuente: LCG en base a Ministerio de Fazenda

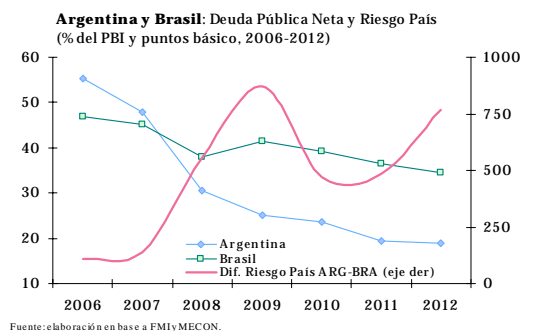
**En este aspecto, las diferencias con Argentina son notorias.** Brasil fue capaz de aliviar sensiblemente la carga de los servicios de la deuda y disminuir la vulnerabilidad externa a través de un manejo muy cuidadoso de su política financiera. Si bien Argentina también desendeudó la economía, lo cierto es que este proceso se dio como consecuencia del impulso que significó **el *default* y la renegociación de la deuda, el sostenido aumento de la deuda intra-**

**sector público y, más recientemente, la utilización de reservas internacionales.** De hecho, la intervención del INDEC hacia fines de 2006 (cuando el riesgo país era muy similar en ambos países) cerró definitivamente la posibilidad de aumentar la participación de la deuda en moneda doméstica atada a la inflación, tal cual hizo Brasil en la última década. Así, se da la paradoja de que **con un descenso de la deuda neta que ha sido mucho más pronunciado en la Argentina, nuestro costo de financiamiento promedio en el 2012 quintuplica al brasileño.**

**El Gobierno se fue encerrando en su propio laberinto.** En paralelo con la rápida erosión del superávit primario, no tuvo otra alternativa que empezar a utilizar reservas internacionales desde 2010 para cumplir con el pago de los servicios de la deuda. **Y no como una alternativa coyuntural ante un shock negativo externo sino como estrategia recurrente.**

En un contexto de creciente incertidumbre debido al abaratamiento del dólar que motivó un cepo cambiario que se va endureciendo día a día, **surgió el “impulso pesificador” del Chaco que luego fue imitado por Formosa. Resulta difícil racionalizar esta decisión.** Lo que probablemente haya surgido como un descuido en materia de normativa cambiaria (impidiendo el acceso al MULC al tipo de cambio oficial a gobiernos locales y empresas que hayan emitido deuda en dólares con legislación local), se transformó en una opción deliberada una vez que el problema emergió a la superficie cuando la provincia debió efectivizar el servicio de su deuda. En la lógica del Gobierno Nacional puede pensarse que es “injusto” que las provincias accedan a los escasos dólares al tipo de cambio oficial pagar deuda con legislación local, cuando está pagando crecientes costos con la clase media por el cepo cambiario.

**Esto iría en la misma lógica de trazar una clara línea de demarcación entre las Provincias (a las cuales el**



**Gobierno le ha venido trasladando el ajuste vía menores transferencias) y la Nación**, que sigue honrando los pagos de la deuda con reservas (tal cual expresó públicamente CFK la semana pasada). **Obviamente, se trata de una visión muy miope**: además de que los montos en cuestión de la deuda provincial en dólares con legislación local resultan insignificantes, esto obviamente cierra la puerta al posibilidad de ingresos de dólares a futuro vía emisión de deuda provincial.

Sobre esta nueva incertidumbre autoinflingida en materia de pesificación, se montó el fallo de la Cámara de Apelaciones de Nueva York convalidando la solicitud de trato igualitario para los *hold-outs*. Esta decisión tomó por sorpresa al Gobierno e impactó sobre los rendimientos de los bonos (en esta ocasión a los de legislación extranjera). Si bien resulta complicado estimar los tiempos judiciales del litigio, lo cierto es que el ánimo de los mercados ha pasado en cuestión de días del riesgo pesificador al eventual riesgo de *default*. **El efecto negativo de este modelo de desendeudamiento vía pagos con reservas es que la actividad económica queda subordinada a los dólares que pueda generar el superávit comercial**, tal cual sucedió este año. Aquí el contrapunto con Brasil es evidente: aun sin haber gozado de una restructuración, pudo aprovechar la oportunidad para desendeudarse genuinamente y desdolarizar su deuda. Más allá de las dudas que puedan generar la sostenibilidad del proceso de crecimiento en los últimos años, la estrategia financiera brasileña acota sensiblemente la incertidumbre macro y da un margen de maniobra mucho mayor para la política económica.

Está prohibida su reproducción y circulación no autorizada expresamente.