

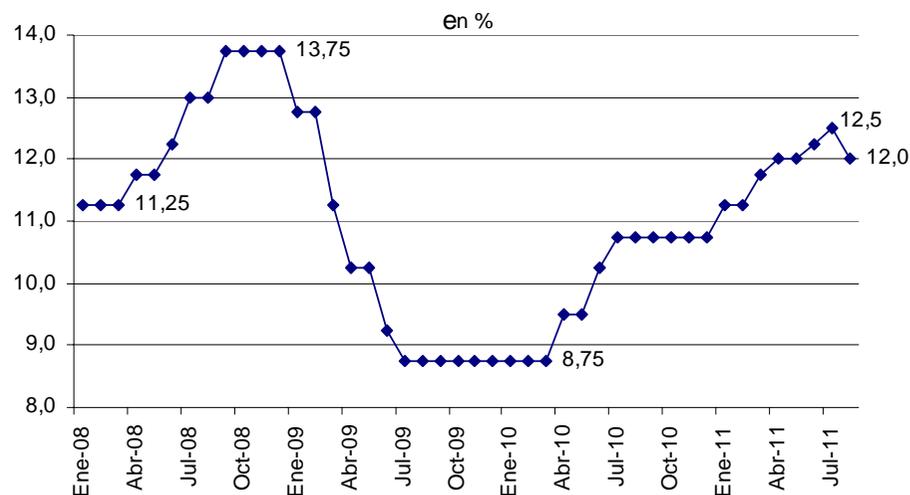


El dilema de Dilma

Por Ramiro Castiñeira (rcastineira@econometrica.com.ar ; @rcas1)

- Durante la gestión de Lula da Silva se registró un sorprendente ingreso de capitales en Brasil, en parte por el buen desempeño de la economía, pero también por otorgar las tasas de interés más altas dentro de las economías con "investment grade". Mientras que los países desarrollados descendían las tasas a mínimos históricos, Brasil establecía como piso una tasa de 13,75% antes de la crisis subprime y 12% actualmente.
- La entrada de capitales fue de tal magnitud que permitió financiar el déficit en la cuenta corriente del balanza de pagos de 2% del PBI promedio entre 2008 y 2010, y al mismo tiempo duplicar el stock de reservas del banco central a un total de u\$s288.600 millones a fin del año pasado.
- En igual periodo la inversión se mantuvo en 18% del PBI, e incluso observó registros del 16% en la crisis subprime. El guarismo advierte que no todo el ingreso de capitales permitió expandir la capacidad instalada de la economía. La inversión extranjera directa estuvo más canalizada a comprar empresas, que a crear nuevas. Del resto del ingreso de capitales, no es menor la proporción que ingresó para especulación financiera, atraídos por la combinación de tasas en dos dígitos junto al sello de "investment grade".
- El ingreso de capitales a la economía Brasileña no frenó en 2011. Aún con un incremento en el déficit en cuenta corriente que crece a 2,5% del PBI este año, las reservas internacionales crecieron en los primeros ocho meses del año en 64.000 millones, cuando en todo el 2010 crecieron en 41.000 millones.
- No obstante, aún con el ingreso de capitales traccionando más el consumo que la inversión, la economía desacelera y el bovespa no logra traspasar el récord de 2008. La mayor parte de las ganancias se obtuvieron tomando posición en activos en moneda local a tasas que no bajan de dos dígitos, a lo que se sumó la apreciación de la moneda los últimos años.
- Con el tipo de cambio nuevamente cerca de máximos históricos, deja más espacio para esperar una devaluación que una apreciación, lo que implica que ahora el tipo de cambio tiene más chances de disminuir, más que de potenciar, las ganancias que brindan los activos en moneda local. Las chances de menores ganancias financieras toman fuerza si la economía desacelera, dado que aumenta las probabilidades de devaluación y/o baja de tasas.

Brasil: Evolución de la Tasa SELIC



Fuente: Econométrica S.A en base a Banco do Brasil

- En este sentido, en agosto se dio a conocer que Brasil pasó de crecer del 7,5% en 2010, a 3,1% en el segundo trimestre de 2011, advirtiendo una desaceleración más marcada a la esperada. Ante el contexto local e internacional, el Banco Central decidió bajar la tasa de interés al 12%.
- Ahora el consenso de mercado espera la tasa selic descienda a 11% para 2012. Si sólo baja un punto, ante la baja en las tasas de EE.UU., el spread continuaría siendo el mismo que operó este año, dejando el incentivo intacto para continuar atrayendo capitales que sostienen el consumo y la moneda a los valores actuales.
- En suma, el dilema de Dilma se encuentra en lograr descenso en la tasa de interés, que quite a la moneda de los máximos históricos, pero sin hacer descender el consumo interno, actualmente dependiente de un creciente ingreso de capitales. En efecto, entran más capitales y la economía crece menos, evidentemente no sólo en Argentina el modelo advierte fatiga.