

# Situación Brasil

Tercer Trimestre 2011  
Análisis Económico

- **La solidez de la demanda y el deterioro de la inflación a pesar de una política monetaria más estricta crean un escenario menos positivo** para la economía brasileña.
- **La economía seguirá moderándose**, pero el crecimiento continuará fuerte y el PIB se mantendrá por encima del potencial. El PIB crecerá 4,0% en 2011 y un poco más en 2012.
- **La inflación llegará pronto al 7,0% a/a y después empezará a descender.** No obstante, a diferencia de lo que se esperaba anteriormente, no convergirá a la meta antes de 2013.
- **El peso para bajar tanto el crecimiento como la inflación lo llevará la política monetaria.** Hay poco margen para que la política fiscal apoye a los esfuerzos anticíclicos.
- **Este entorno macroeconómico presionará el tipo de cambio, elevará el déficit por cuenta corriente y aumentará los problemas de competitividad.** También incentivará un dinamismo excesivo en los mercados de crédito.
- **Se prevé que estas distorsiones estén bajo control.** El principal riesgo procede del deterioro de la situación en Europa.

## Índice

1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica a nivel global.....	3
2. La actividad económica se modera, pero el PIB seguirá por encima del potencial.....	5
3. La inflación presentará una tendencia a la baja, pero no se producirá la convergencia con la meta oficial antes de 2013.....	7
4. La política monetaria llevará el peso de hacer retroceder la demanda y la inflación.....	8
5. Se producirá una acumulación de distorsiones económicas.....	9
6. El principal riesgo para la economía brasileña no es local, sino que procede del posible deterioro de la situación en Europa.....	12

Fecha de cierre: 2 de agosto de 2011

# 1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica a nivel global

## La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras la ligera desaceleración del primer semestre

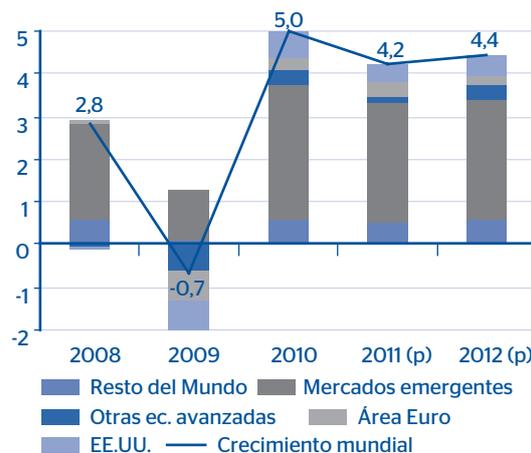
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido, al 4,2% en 2011 y al 4,4% en 2012 (Gráfico 1).

No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. La reciente desaceleración en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado, con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

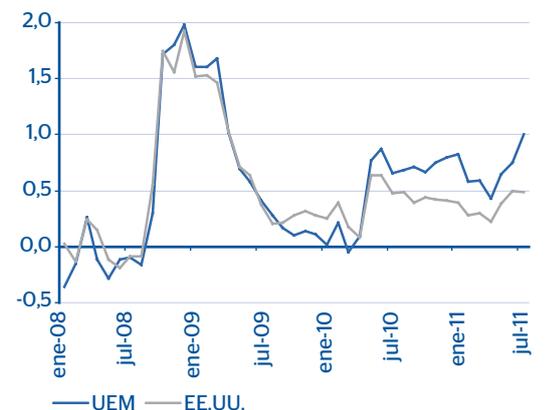
Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento monetario continúan ralentizando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente en un nivel acomodaticio, lo que le da un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio.

Gráficos 1  
Crecimiento del PIB global



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráficos 2  
BBVA Índice de Stress Financiero



Fuente: BBVA Research

## Es el momento de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces por parte de la clase política europea

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado

de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo.

En este contexto, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas -de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI- y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado grandes -y, en algunos casos, imprevistos- avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, se pueden destacar cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir haciéndose de forma creíble. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia. Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales de riesgo soberano (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro.

### **La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política**

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación refleja el convencimiento de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

### **La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica**

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del curso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

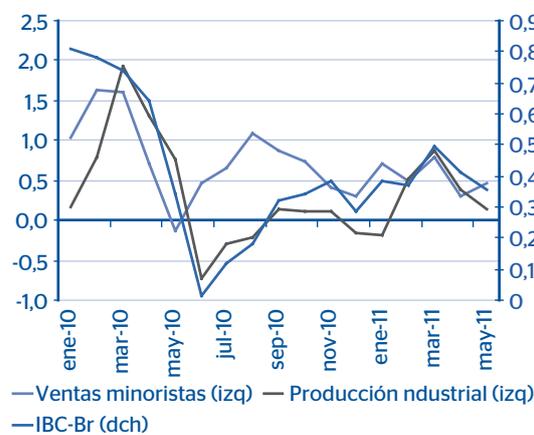
### **Las preocupaciones por el recalentamiento se mantienen en emergentes y existe el riesgo de un retraso en la implementación de los ajustes**

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en conjunto han retrocedido ante las medidas de endurecimiento monetario y el freno que implican para Asia los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje forzoso en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se demoren en implementar el ajuste o bien por temores sobre un posible deterioro del entorno mundial o, en otros casos por preocupaciones respecto a la excesiva apreciación de sus monedas.

## 2. La actividad económica se modera, pero el PIB seguirá por encima del potencial

Cada vez hay más constancia de que la actividad económica se está desacelerando. Algunos indicadores de alta frecuencia como las ventas minoristas, la producción industrial y el Indicador de Actividad Económica del Banco Central (IBC-Br) avanzan a un ritmo más lento que en 2010. Los datos disponibles para el segundo trimestre de este año muestran que estos indicadores también crecen menos que en el primer trimestre del año (véase el Gráfico 3 más abajo). El reciente comportamiento del mercado de trabajo y del mercado de crédito también corrobora la visión de que la economía se está moderando. Los salarios reales crecen ahora a un ritmo más benigno que en el pasado reciente y el crédito crece a un ritmo más lento desde finales de 2010 (véase el Gráfico 4).

Gráficos 3  
Ventas minoristas, producción industrial e índice de actividad económica (promedio 3-m; % m/m; desest.)



Fuente: Banco Central do Brasil e IBGE

Gráficos 4  
Real wages and credit stock (3-month average; % m/m; SA)

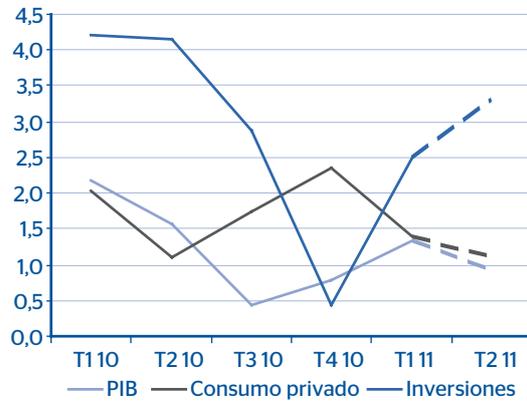


Fuente: Banco Central do Brasil, IBGE y BBVA Research

En línea con estas pruebas, esperamos un crecimiento del PIB en torno al 0,9% t/t en el 2T, por debajo del crecimiento del 1,3% t/t observado en el 1T y también por debajo del promedio del 1,25% t/t registrado en 2010 (véase el Gráfico 5). También esperamos que el crecimiento siga en torno al 1,0% t/t en cada uno de los trimestres de la segunda mitad del año, de forma que el PIB de 2011 terminará aproximadamente en un 4,0%.

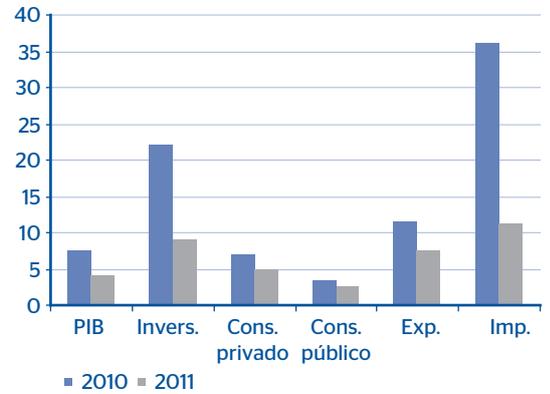
La convergencia hacia un ritmo de crecimiento más lento estará impulsada por el debilitamiento de la demanda doméstica. Después de aumentar un promedio del 1,75% t/t el año pasado y un 1,4% t/t en el 1T, el promedio de la demanda interna debería situarse en un 1,2% t/t en lo que queda de año. Consideramos que hay más margen para la moderación en el consumo privado, que es el foco principal de las políticas anticíclicas, que en las inversiones. Para ser más concretos, esperamos que el consumo privado crezca un poco por debajo del 0,8% t/t en los próximos trimestres, en comparación con el promedio de crecimiento del 1,8% t/t registrado en 2010 (y con el 1,4% del 1T). Las inversiones, por otra parte, deberían crecer en torno al 3,0% t/t en los próximos trimestres, una cifra no muy distinta de las tasas observadas en 2010 (2,9% t/t). En resumen, prevemos que el consumo privado y las inversiones crecerán este año un 4,9% y un 8,9% respectivamente. Además, el consumo del gobierno debería crecer este año un 2,6%. Las importaciones deberían aumentar un 11,3% en 2011 como consecuencia del dinamismo de la demanda interna y de la apreciación del tipo de cambio, y por tanto superarían a las exportaciones, cuyo crecimiento se situaría en torno al 7,3% este año, a pesar del apoyo que han recibido de los altos precios de las materias primas (véase el Gráfico 6).

Gráficos 5  
PIB, consumo privado e inversiones (% t/t)



Fuente: Banco Central do Brasil e IBGE

Gráficos 6  
recimiento del PIB por componentes (%)



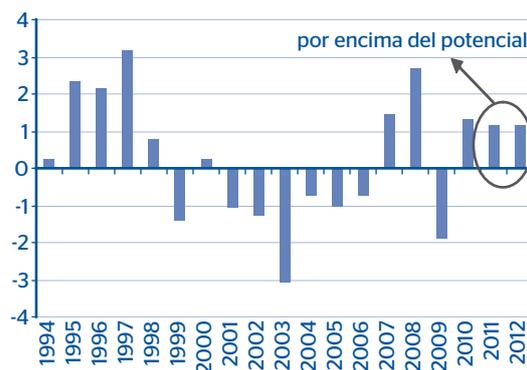
Fuente: Banco Central do Brasil, IBGE y BBVA Research

Aunque hay claros indicios de que la economía se está moderando, la desaceleración no será suficiente para garantizar el cierre de la brecha de producto en breve, como habíamos previsto anteriormente.

Según nuestras estimaciones, a finales de año el PIB real estará aproximadamente un 1,1% por encima del producto potencial. El cierre de la brecha de producto a finales del año requeriría un crecimiento anual un poco por debajo del 3,0%, algo bastante improbable. Otra posibilidad sería que un crecimiento del 3,0% el próximo año garantizara el cierre de la brecha de producto, pero tampoco creemos que sea posible un crecimiento de esa magnitud, ya que el gobierno ajustará el salario mínimo en torno al 12% en términos nominales a comienzos del año que viene, las inversiones públicas seguirán siendo elevadas debido a los gastos en infraestructura (incluidos los relacionados con la organización de eventos deportivos) y es bastante probable que los mercados de trabajo se mantengan fuertes y que la tasa de desempleo se sitúe por debajo de la tasa de equilibrio (véase el Gráfico 8).

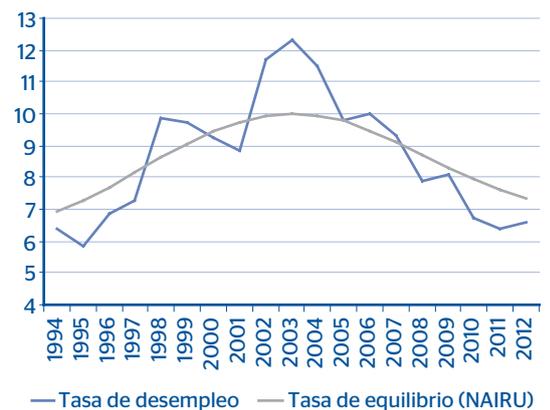
Aunque la brecha de productp sea positiva esperamos que se mantenga limitada (véase el Gráfico 7).

Gráficos 7  
Brecha de producto (%)



Fuente: BBVA Research

Gráficos 8  
Tasa de desempleo (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

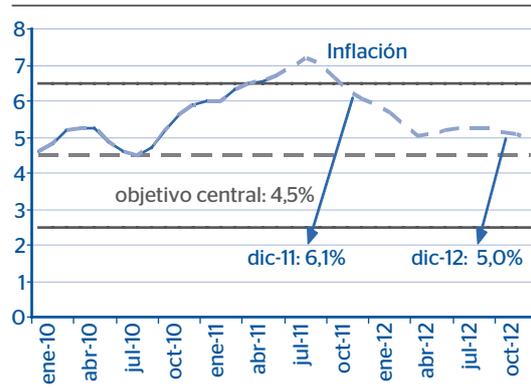
### 3. La inflación presentará una tendencia a la baja, pero no se producirá la convergencia con la meta oficial antes de 2013

La inflación aumentó y alcanzó el 6,7% a/a en junio. Esta cifra se sitúa por encima del límite superior del rango meta (6,5% a/a). También es el valor máximo registrado desde junio de 2005. Aunque el aumento de los precios de las materias primas en los mercados mundiales y algunos choques de oferta internos ayudan a explicar la tendencia alcista observada desde finales de 2010, la fuerte demanda doméstica es la mayor responsable de que la inflación sea tan elevada. Esto se muestra con claridad en el análisis de los precios de los artículos más relacionados con la demanda interna. La inflación de los servicios, por ejemplo es actualmente un 8,7% a/a, el nivel más alto que se ha registrado en más de 10 años. Las mediciones de la inflación subyacente también apoyan esta afirmación: el promedio de las principales mediciones de la inflación subyacente utilizadas por el Banco Central llegó al 6,5% a/a en junio.

De cara al futuro, consideramos que hay cierto margen para se produzca un descenso de la inflación. Esta opinión se apoya en el hecho de que a partir de septiembre la inflación anual se beneficiará de un alto efecto base, ya que en los últimos cuatro meses de 2010 el promedio de la inflación fue un 0,84% m/m, una cifra muy por encima de lo que se prevé para los cuatro últimos meses de este año (un 0,45% m/m). Además de este efecto estadístico, los precios nacionales recibirán el impacto del ajuste de la política monetaria y de la implementación de medidas macroprudenciales. El tono negativo de la actividad económica en los países desarrollados debería impedir que el aumento de los precios de las materias primas sea muy significativo, lo que a su vez dejará más margen para que descienda la inflación. Por último, la inflación podría beneficiarse de la apreciación del tipo de cambio, aunque no prevemos que este efecto tenga mucha importancia.

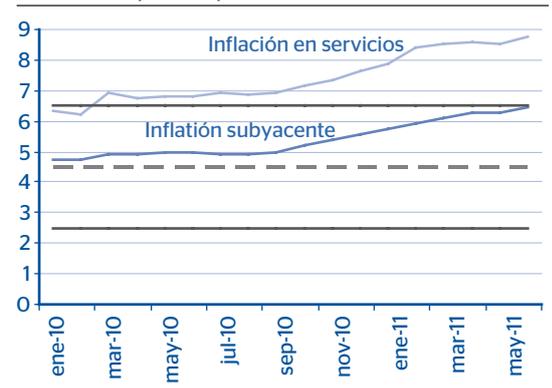
La moderación de la inflación se materializará en la segunda mitad del año, pero se verá limitada por el dinamismo, aún excesivo, del mercado de trabajo. Por consiguiente, prevemos que la inflación se aproximará al 6,1% a/a a finales de 2011, una cifra ligeramente superior a la que habíamos previsto hace algunos meses.

Gráficos 9  
Inflación (% a/a)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráficos 10  
Inflación subyacente y de servicios (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil

Según nuestras previsiones, la moderación de la inflación continuará el próximo año a pesar del impacto negativo del aumento del salario mínimo (cuyas repercusiones serán tanto directas como indirectas, ya que dicho salario es una referencia importante para todas las negociaciones salariales). En cualquier caso, no prevemos la convergencia de la inflación con la meta del 4,5% en 2012. En realidad hemos revisado al alza nuestras previsiones de inflación para finales de 2012 al 5,0% a/a. La convergencia con la meta oficial, se produciría, por tanto, en 2013.

## 4. La política monetaria llevará el peso de hacer retroceder la demanda y la inflación

En la segunda mitad de 2010, cuando ya se manifestaron claros indicios de recalentamiento y las elecciones estaban en el epicentro, el BC se abstuvo de ajustar al alza el tipo SELIC y el gobierno continuó implementando una política fiscal muy laxa. La única medida que se tomó al final del gobierno de Lula, cuando la inflación estaba ya cerca del 6,0% y el centro de atención parecía estar en el tipo de cambio, fue incrementar los requisitos de reservas y de capital de los bancos.

Por tanto, la reacción ante un crecimiento excesivo fue demasiado tardía. Desde comienzos del año hasta la actualidad el Banco Central ha subido el SELIC en 175 pb, hasta el 12,50%. El ajuste de la política monetaria fue acompañado por la implementación de algunos recortes fiscales y por el anuncio de una gran cantidad de medidas macroprudenciales, la más reciente de las cuales fue el incremento del factor de ponderación de riesgo de los préstamos con tarjeta de crédito con descuento en nómina con un vencimiento superior a los 36 meses, medida que se tomó con el fin de moderar el crédito al consumo.

Mientras la demanda interna siga siendo fuerte y la inflación continúe siendo un reto, prevemos que se tomarán más medidas anticíclicas. Pero consideramos que hay poco margen para la implementación de nuevas medidas fiscales. Las recientes turbulencias políticas han puesto de manifiesto los problemas a los que se enfrenta el gobierno a la hora de negociar con el Congreso, así como los altísimos costes políticos que entrañan los recortes del gasto público. Además, el énfasis que pone el gobierno en el papel del gasto público para fomentar el desarrollo del país también explica algunas de las barreras que impiden la adopción de una política fiscal más estricta.

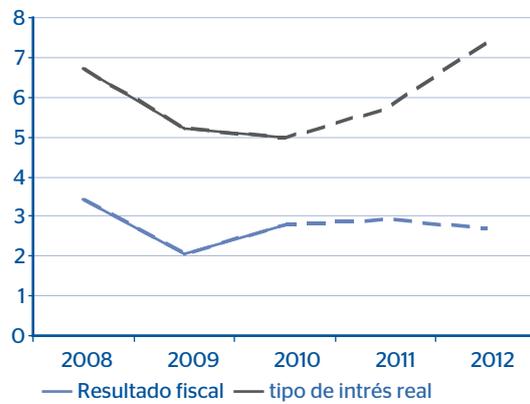
Pero a pesar del limitado margen de maniobra, esperamos que el gobierno lleve a cabo los esperados recortes que se anunciaron a comienzos del año. Esas medidas, junto con un buen rendimiento de los ingresos públicos, que están relacionados con el dinamismo de la demanda interna, deberían garantizar que el sector público cumpla con el objetivo de acumular este año un superávit primario de 119.000 millones de reales (un 2,9% del PIB). No obstante, el próximo año el gobierno tendrá más problemas para alcanzar el objetivo de un superávit primario del 3,1% debido a la moderación de la demanda interna y, en especial, al ajuste del salario mínimo<sup>1</sup>. Por consiguiente, el espacio para que la política fiscal contribuya a bajar tanto la demanda interna como la inflación es limitado. Por otro lado, consideramos que es improbable que se produzca una fuerte moderación del crédito público a través del BNDES.

La carga extra de moderar la economía la llevará, por tanto, la política monetaria (véase el Gráfico 11). Aunque el BC sugirió recientemente que el actual ciclo de ajuste monetario está próximo a su fin y dejó la puerta abierta para mantener el tipo SELIC sin cambios en la próxima reunión sobre política monetaria que se celebrará a finales de agosto, prevemos que la autoridad monetaria ajustará el SELIC al alza en 25 pb, hasta el 12,75% y luego lo mantendrá constante a ese nivel durante un largo periodo de tiempo. Como se muestra más abajo en el Gráfico 12, esto implica que el promedio del tipo SELIC en 2012 será más alto de lo que se había previsto y más alto también que en cualquiera de los años precedentes. Para ser más precisos, hemos incrementado nuestra previsión del promedio del SELIC para 2012 del 12,0% al 12,6%, lo que haría que el promedio de los tipos de interés de 2012 se situara en su nivel máximo desde 2006. Además, vemos muy probable que se anuncien medidas macroprudenciales adicionales en lo que queda de este año.

Los recientes comunicados de la autoridad monetaria parecen confirmar la relativa flexibilidad del actual BC en comparación con los anteriores. Sin embargo, no esperamos que el BC sea excesivamente tolerante con la inflación ni que priorice el tipo de cambio. En realidad creemos que cualquier medida extraordinaria relacionada con un escenario de riesgo donde la economía no se modere tal como se espera, se centrará en efectuar nuevos movimientos alcistas del tipo SELIC, lo que podría socavar la visión, incluida en nuestro escenario central, de que el SELIC convergerá con los niveles internacionales durante el mandato de este gobierno.

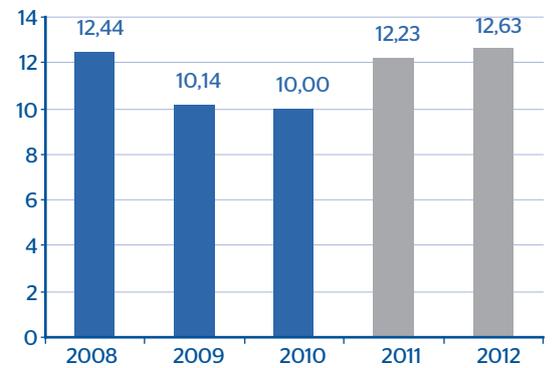
<sup>1</sup> El aumento del salario mínimo debe aumentar los gastos públicos cerca de 0,5% del PIB.

Gráficos 11  
Resultado fiscal primario y tipo de interés real (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráficos 12  
SELIC (promedio, %)



Fuente: Banco Central do Brasil

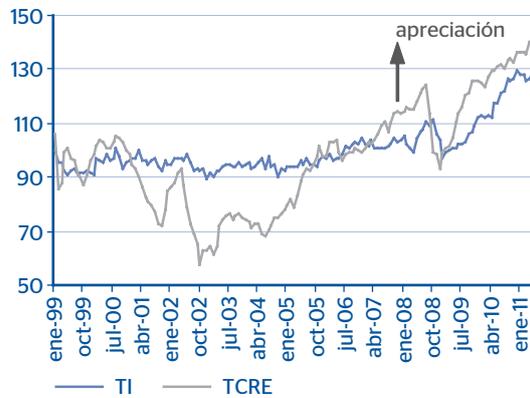
## 5. Se producirá una acumulación de distorsiones económicas

Una economía que funciona por encima de su potencial y un conjunto de medidas anticíclicas centradas en unos tipos de interés extraordinariamente altos crearán un entorno distorsionado, especialmente en un periodo de fragilidad de las economías desarrolladas. Este entorno, que está incorporado en nuestro escenario base para el país, favorece la sobreapreciación del tipo de cambio, el deterioro de las cuentas externas, la pérdida de competitividad y algunas desventajas para las cuentas públicas, especialmente en un país como Brasil donde los gastos con pago de intereses tienen tanta importancia.

Las repercusiones de este entorno en los mercados de crédito no están muy claras, ya que los altos tipos de interés y la fuerte demanda interna tienen un efecto contradictorio sobre los préstamos. El resultado global dependerá, probablemente, de la habilidad del Banco Central para tomar medidas que moderen el crecimiento del crédito y eviten la creación de una burbuja.

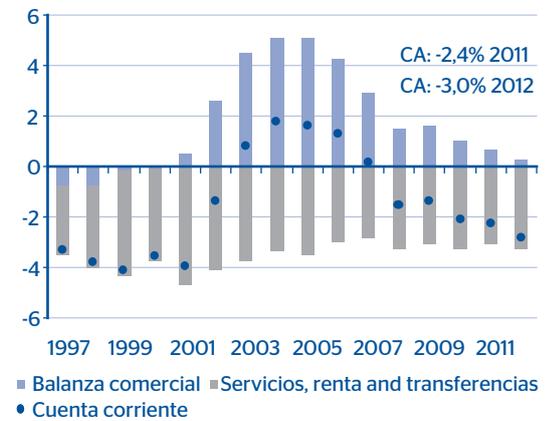
En lo que respecta al tipo de cambio, las presiones de apreciación impulsadas por los altos tipos de interés y por la fortaleza del crecimiento tienen el respaldo de unos términos de intercambio récord, que actualmente se encuentran un 41% por encima de su promedio histórico (véase el Gráfico 13). Por consiguiente, prevemos que el real se mantendrá en niveles muy altos a corto plazo, para ser más precisos, entre el 1,50 y el 1,60 en lo que queda de año. La adopción de nuevas medidas para aliviar las presiones sobre el real, como la introducción de un impuesto sobre operaciones financieras (IOF) en los mercados derivados que se anunció muy recientemente, la moderación de la economía y cierta corrección a la baja de los términos de intercambio deberían evitar una apreciación más pronunciada en 2011 y hacer que el real sea un poco más débil en términos nominales a lo largo de 2012.

Gráficos 13  
CRE y términos de intercambio  
(Índice: promedio 2006 = 100)



Fuente: IPEADATA y Banco Central do Brasil

Gráficos 14  
Cuenta corriente (% PIB)



Fuente: Banco Central do Brasil y BBVA Research

El panorama actual también favorece la distorsión de la cuenta corriente. Sin embargo, en este caso el impacto de unos términos de intercambio excepcionalmente altos es positivo. En realidad ha hecho posible que el déficit por cuenta corriente cayera del 2,3% del PIB a finales de 2010 a un 2,2%, en vez de aumentar hacia el 3,0% como se esperaba a comienzos del año. Durante los próximos periodos, esperamos que se produzca una caída gradual y limitada de los términos de intercambio de Brasil después de un ligero retroceso de los precios de las materias primas. Esto apoya nuestra visión de que el déficit por cuenta corriente empezará a aumentar de nuevo y se situará cerca del 3,0% el próximo año.

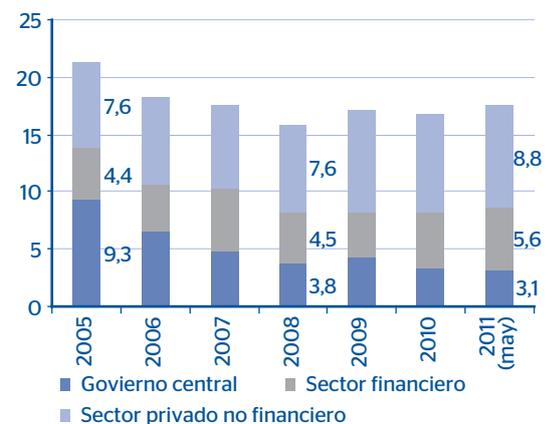
Entre las distorsiones creadas por el entorno macroeconómico actual cabe destacar los problemas de competitividad a los que se enfrentarán las empresas brasileñas, en especial las del sector industrial. Como se muestra en el Gráfico 15, la oferta de la economía se ha quedado rezagada con respecto a la demanda. Es probable que el gobierno anuncie pronto un conjunto de medidas políticas industriales para dar apoyo al sector productivo, que podrán imponer una carga fiscal extra a la economía.

Gráficos 15  
Retail sales and industrial  
production (Index: Sep -2008=100)



Fuente: IBGE

Gráficos 16  
Deuda externa bruta (% PIB)



Fuente: Banco Central do Brasil

Las cuentas fiscales no son inmunes al entorno macroeconómico actual: los tipos SELIC más altos implican un mayor servicio de deuda. En 2011 y 2012 estos gastos se situarán en torno al 5,5% del PIB, por lo que elevarán el déficit fiscal global del sector público hasta el 2,6% este año y el 2,8% en 2012 a pesar de los esfuerzos por aumentar el superávit primario.

Por último, el entorno actual crea incentivos para que los agentes tomen préstamos en el extranjero. La deuda externa actual no es muy alta (véase el Gráfico 16), pero existe inquietud en relación al sector privado, ya que los pasivos externos están creciendo considerablemente. Además, el sector privado no está tan bien protegido contra una fuerte depreciación del real como el sector público, que dispone de unas reservas internacionales que ascienden al 13% del PIB.

La creciente toma de préstamos en el extranjero es realmente uno de los elementos que están generando un crecimiento más robusto de los mercados de crédito en Brasil. Sin embargo, las distorsiones relacionadas con la exposición al tipo de cambio son limitadas, ya que los pasivos externos representan en promedio una pequeña parte de los pasivos de los bancos (un 4,8% en mayo) y sus plazos de vencimiento se incrementaron después de que el BC introdujera un impuesto sobre la financiación externa de los bancos a corto plazo (la deuda externa a corto plazo de los bancos cayó del 55% en septiembre de 2010 al 35% en mayo).

Sin embargo, aunque el efecto de la financiación externa es relativamente limitado, existen importantes preocupaciones con respecto al fuerte crecimiento de los mercados de crédito (un 20% a/a en junio). El crédito total ascendió al 47% del PIB en comparación con el 25% registrado a finales de 2005<sup>2</sup>. La proporción de préstamos sobre depósitos subió recientemente hasta el 1,5%, un cifra significativamente por encima del promedio del 1,17 observado durante el periodo 1997-2008 (véase el Gráfico 18).

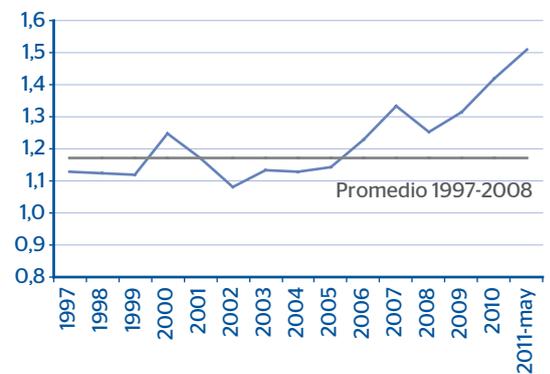
Por segmentos, el crédito inmobiliario crece actualmente a un ritmo del 48% a/a, mientras que el crédito al consumo y el crédito a las empresas crecen al 18% a/a y al 19% a/a respectivamente. Aunque el dinamismo del sector inmobiliario es muy superior al de los otros dos segmentos, la fuente de inquietud principal es el segmento del consumo, ya que ése es el sector donde la morosidad y el ratio de préstamos sobre el valor de la garantía son más altas. El incremento de la carga financiera de los hogares hasta un 37% de sus ingresos netos frente al 23% de finales de 2005 reafirma las preocupaciones con respecto a este segmento<sup>3</sup>.

Gráficos 17  
Stock de crédito (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil

Gráficos 18  
Proporción de préstamos sobre depósitos

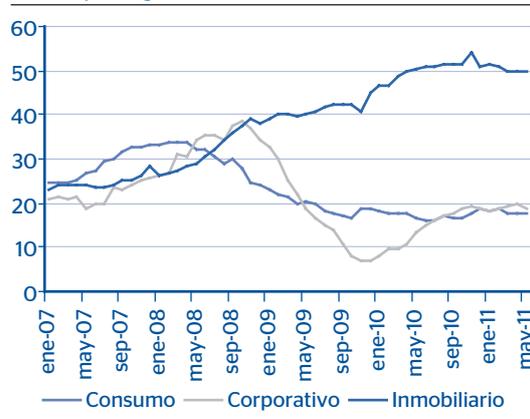


Fuente: Banco Central do Brasil y BBVA Research

2: Según el Banco Mundial, en 2009 la relación crédito-PIB fue equivalente al 23% en México, 37% en Turquía, 41% en América Latina, 45% en Rusia, 47% en la India, 127% en China, 133% en la zona euro y 203% en EE.UU.  
3: La carga financiera equivale al 88% en Italia, 99% en Alemania, 104% en EE. UU. y 171% en el Reino Unido.

Gráficos 19

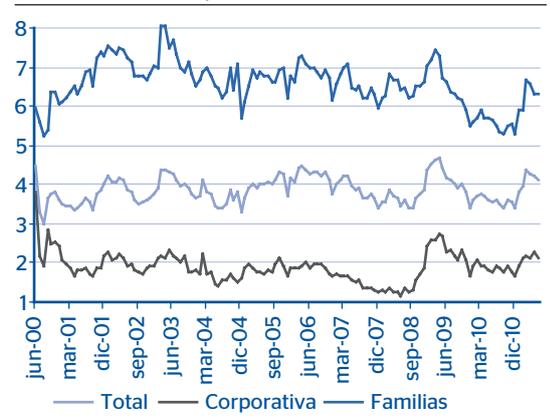
Crédito por segmentos (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil

Gráficos 20

Morosidad (entre 15 y 90 días)



Fuente: Banco Central do Brasil

Desde finales de 2010 el Banco Central viene tomando medidas para desacelerar los mercados de crédito, con especial atención al crédito al consumo. Como respuesta a estas medidas, el dinamismo del crédito se ha moderado un poco recientemente. Sin embargo, se necesita una moderación más significativa para mantener las distorsiones bajo control y es muy probable que para ello el Banco Central tenga que tomar más medidas macroprudenciales. En cualquier caso, la alta capitalización de los bancos brasileños (con un 17% de promedio) y el hecho de que la morosidad sea relativamente baja (véase el Gráfico 20) ofrecen cierto alivio a las preocupaciones con respecto a la formación de una burbuja de crédito.

## 6. El principal riesgo para la economía brasileña no es local, sino que procede del posible deterioro de la situación en Europa

Aunque el entorno macroeconómico actual creará varias distorsiones, creemos que los problemas que se generen se mantendrán bajo control. En otras palabras, consideramos que el riesgo de que estas distorsiones generen turbulencias importantes y desvíen la economía brasileña es limitado.

El principal riesgo al que se enfrenta la economía brasileña en este momento no es idiosincrático, sino que se deriva del deterioro de la situación en Europa.

Por consiguiente, hemos elaborado un escenario de riesgo global que se caracteriza por la continuidad de la aversión al riesgo global en niveles muy elevados, por lo que a comienzos de 2012 se producirá el impago de la deuda griega y, como consecuencia de ello, una caída del crédito generalizada en la Unión Europea que terminará por llevar la región a la recesión. Como resultado del menor crecimiento y la mayor incertidumbre, el PIB de EE. UU. y China caerá en torno a 100 pb en 2012 y un poco por debajo de esa cifra en 2013.

En este caso, la economía brasileña se vería afectada directamente por la reducción de la demanda mundial, el aumento del riesgo global, la caída de los precios de las materias primas con respecto a nuestro escenario central (un 15% en el caso del petróleo y los metales y un 10% en los productos agrícolas) y en especial por la pérdida de la confianza tanto de los consumidores como de los productores.

Como sucedió en la crisis de Lehman Brothers, la repercusión de las turbulencias externas se suavizaría mediante la implantación de políticas fiscales y monetarias anticíclicas. A pesar de ello, el crecimiento del PIB caería en este escenario de riesgo al 1,8% y al 3,1% en 2012 y 2013 respectivamente, según nuestras estimaciones. Aunque la cuenta corriente se vería afectada inicialmente por un descenso importante en términos de intercambio, la depreciación del tipo de cambio y el ajuste de la demanda interna, impulsados en buena medida por el choque de confianza, abrirían el camino para su reducción.

## 7. Tablas de previsiones

Tabla 1

**Previsiones macroeconómicas anuales**

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
PIB (% a/a)	7,5	4,0	4,1
Inflación (% a/a, fdp)	5,0	6,1	5,0
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,75	1,61	1,76
Tipo de interés (% fdp)	10,00	12,75	11,75
Consumo privado (% a/a)	7,0	4,9	4,3
Consumo público (% a/a)	3,3	2,6	3,1
Inversión (% a/a)	22,0	8,9	10,2
Saldo sector público (% PIB)	-2,5	-2,6	-2,8
Cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-2,4	-3,0

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Previsiones macroeconómicas trimestrales**

	<b>PIB (% a/a)</b>	<b>Inflación (% a/a)</b>	<b>Tipo de cambio (frente al USD)</b>	<b>Tipo de interés (%)</b>
1T 10	9,3	4,9	1,80	8,75
2T 10	9,2	5,1	1,80	9,75
3T 10	6,8	4,6	1,74	10,75
4T 10	5,0	5,6	1,69	10,75
1T 11	4,2	6,1	1,66	11,42
2T 11	3,5	6,6	1,58	12,08
3T 11	3,9	7,1	1,57	12,67
4T 11	4,3	6,3	1,60	12,75
1T 12	3,9	5,6	1,64	12,75
2T 12	4,0	5,1	1,69	12,75
3T 12	4,3	5,2	1,73	12,75
4T 12	4,3	5,1	1,75	12,25

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión**, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

---

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Economías Emergentes:**

---

**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@bbva.com

---

**BBVA Research**

---

*Economista Jefe del Grupo*  
**Jorge Sicilia**

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

**Daxue Wang**  
daxue.wang@bbva.com.hk

India

**Sumedh Deorukhkar**  
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

México

**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:*

**Santiago Fernández de Lis**  
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones

**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

**Javier Serna**  
Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas

**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: + 56 26791000

E-mail: bbvaresearch@bbva.com