

# Situación Brasil

Tercer Trimestre 2010

## Análisis Económico

- Después de crecer al ritmo más intenso en los últimos quince años, en el primer trimestre del año se espera una desaceleración de la economía a partir de ahora siguiendo el nuevo tono de la política macroeconómica.
- También se espera que la inflación se modere, aunque sólo se acercará al objetivo del 4,5% el próximo año.
- Ya se inició la retirada de los incentivos fiscales y monetarios porque aparecieron claros signos de recalentamiento de la economía. Sin embargo, el peso del ajuste cíclico lo soportará principalmente la política monetaria ya que el gasto primario aún sube demasiado rápido.
- El crédito al sector privado se recuperó en los últimos meses y se espera que continúe creciendo con fuerza a pesar de que el ciclo de ajuste monetario y la moderación de la actividad económica deberían restringir futuras expansiones.
- La fuerza de la economía brasileña mantuvo al país relativamente aislado de las turbulencias procedentes de Europa. Pero si empeoran las turbulencias externas, entonces el país se vería afectado.
- Si se moderan las turbulencias en Europa como es de esperar, el real seguirá estando relativamente apreciado, aunque las intervenciones del gobierno deberían impedir que la moneda oscile por debajo de la marca de 1,70.
- El riesgo político es mayor en la segunda mitad del año ya que se acercan las elecciones presidenciales. Aunque las turbulencias que genera la política serán mucho más moderadas que en el pasado, el riesgo es mayor del que los mercados están descontando actualmente.

# Índice

|  |    |
|--|----|
| 1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global..... | 3  |
| 2. Crecimiento en Brasil: moderación después de la expansión.. | 5  |
| 3. Política monetaria y fiscal: ¿complementarias?.....         | 7  |
| 4. Continúa la expansión del crédito.....                      | 8  |
| 5. Escenarios de riesgo de la economía brasileña.....          | 9  |
| 6. Tablas .....  | 10 |

**Fecha de cierre: 22 de julio de 2010**

# 1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

**Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando**

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

**El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas**

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

**Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos**

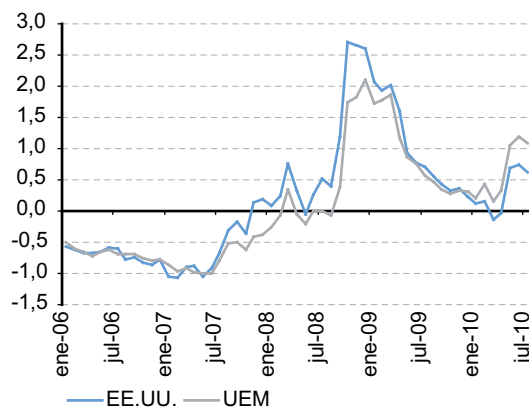
Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta después del segundo trimestre de 2011, incluso en una situación en que la inflación aumente los últimos meses de este año.

**La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera**

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1

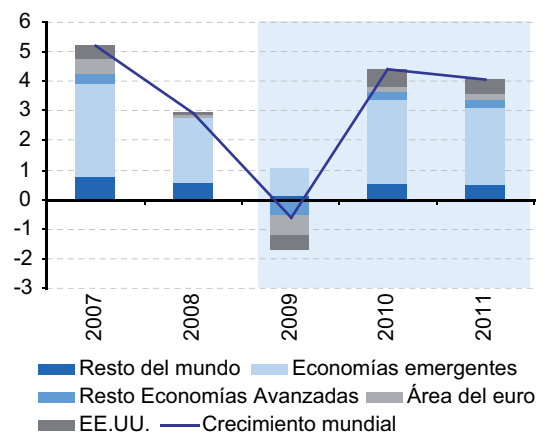
**Índice de tensiones financieras\***



\* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

**Aportaciones al crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research basándose en cuantías nacionales

**Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales**

Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo a los parámetros internacionales. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

## 2. Crecimiento en Brasil: moderación después de la expansión

La economía brasileña creció un 9,0% interanual en el primer trimestre del año, el ritmo más rápido en quince años. Este resultado se debe a la baja base de comparación de los últimos años, pero también al intenso dinamismo de la demanda interna (las inversiones y el consumo privado crecieron un 26,0 y 9,3% interanual respectivamente). No obstante, un amplio conjunto de indicadores macro y microeconómicos muestra que este ritmo es insostenible. Desde el punto de vista macroeconómico, la inflación y el déficit por cuenta corriente se dispararon en los primeros meses del año. La inflación subió del 4,3% a finales del 2009 a alrededor del 5% en la actualidad (la inflación de bienes no transables, que refleja mejor el impacto de la actividad interna en los precios, actualmente es mayor del 7%). Los mercados esperan que para final de año será del 5,5%, bastante mayor que el objetivo de inflación del 4,5%. El déficit externo alcanzó alrededor del 2% del PIB debido al comportamiento explosivo de la importación de bienes (el 44% interanual en los primeros cinco meses del año) y de los ingresos y gastos en servicios (el 28% interanual en el mismo período). La insostenibilidad del ritmo de crecimiento actual también es evidente desde el punto de vista microeconómico. Existe por ejemplo, evidencia anecdótica de escasez de mano de obra tanto cualificada como no cualificada en muchos sectores. También hay muestras de atascos de producción en los puertos brasileños, aglomeraciones en los aeropuertos y preocupación por cortes de electricidad, por citar algunos casos. Todos estos ejemplos están en consonancia con nuestros cálculos que indican que la economía está creciendo por encima de su potencial. Para todo 2010 esperamos que el PIB sea un 1,1% mayor que el PIB potencial (véase el Gráfico 3).

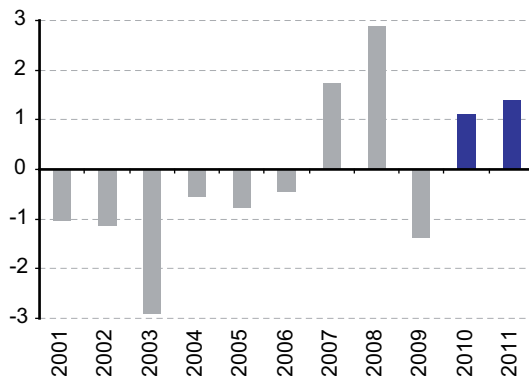
A pesar de alguna demostración pública de entusiasmo respecto a las cifras de crecimiento, el gobierno también reconoce la insostenibilidad del crecimiento actual. Los incentivos fiscales y monetarios implementados durante la crisis se están retirando porque está claro que ya no son necesarios. Además de una política macroeconómica menos expansiva, también se espera que otros factores contribuyan a una desaceleración de la actividad económica después de un primer trimestre frenético. Los inventarios ya están a niveles anteriores a la crisis y deberían contribuir menos a la expansión del PIB a partir de ahora. El reciente aumento de la carga financiera debería reducir el margen de un mayor consumo. Finalmente, la incertidumbre que provocan los problemas de la deuda pública en Europa y la moderación del crecimiento en Estados Unidos y China en la segunda mitad del año también deberían contribuir a una moderación del crecimiento económico en Brasil.

Tras crecer un 2,7% t/t en el primer trimestre, esperamos un crecimiento trimestral medio del 0,5% para el resto del año. Para todo 2010 ahora prevemos un crecimiento del PIB del 6,9%, 100 puntos básicos más de lo que previmos anteriormente. Esta revisión al alza se debe principalmente a sorpresas positivas en el primer trimestre del año; ya que la demanda interna, especialmente las inversiones, resultó ser más resistente de lo previsto al comienzo de la retirada de los incentivos temporales. Los precios de las materias primas también ayudaron, puesto que han permanecido más altos de lo esperado.

Esta previsión anual incluye un crecimiento de la inversión de un 21% y un 5,2% de expansión del consumo global (un crecimiento del 6,4% del consumo privado). En cuanto a los componentes externos del PIB, nuestro pronóstico es que las exportaciones aumenten un 13% y las importaciones un 33% (véase el Gráfico 4). Aunque el crecimiento se moderará a partir del segundo trimestre, como ya han revelado indicadores de alta frecuencia como la producción industrial y las ventas minoristas, los componentes privados del PIB seguirán beneficiándose de unas condiciones muy favorables del mercado laboral y de la continuidad de algunos movimientos a largo plazo como la reducción de la pobreza y las desigualdades en los ingresos.

Gráfico 3

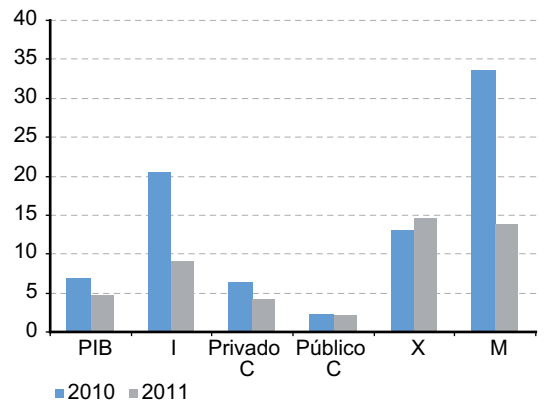
**Output Gap**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4

**Previsiones de PIB**



Fuente: BBVA Research

Las cuentas externas y especialmente la inflación se beneficiarán de esta moderación de la actividad económica. De hecho, los datos recientes ya lo demuestran. Después de aumentar de forma continuada durante seis meses, y ante la ausencia de choques de oferta significativos, la inflación anual se redujo en los dos últimos valores de los índices y debería permanecer relativamente moderada el resto del año. Esperamos que los precios internos crezcan un 5,4% en 2010.

El déficit por cuenta corriente actual también disminuyó por primera vez tras muchos meses de expansión. En los primeros cinco meses del año el déficit por cuenta corriente acumulado asciende ya a 19.000 millones de dólares. A final de año prevemos que alcance los 51.000 millones de dólares (el 2,7% del PIB). El superávit de la balanza comercial es actualmente un 43% menor que el observado durante el mismo período el año pasado. Sin embargo, recientemente la balanza comercial sorprendió al alza, impulsada por unas exportaciones muy dinámicas de algunas materias primas (como el petróleo y el hierro) y automóviles. Por lo tanto, revisamos al alza nuestras previsiones de la balanza comercial de 8 a 12 billones de dólares en 2010.

Además de una desaceleración económica, la depreciación del real -que llegó a una media de 1,79 en el segundo trimestre, un 2% más de lo que habíamos pronosticado- nos ayuda a entender los últimos movimientos de las cuentas externas.

En la primera mitad del año, el Banco Central intervino constantemente en los mercados cambiarios para comprar dólares con el objetivo de acumular reservas para moderar la volatilidad del tipo de cambio. Las compras totales ascendieron a 14 billones de dólares en dicho período y las reservas internacionales alcanzaron los 253 billones de dólares (cercano a 5 veces el déficit por cuenta corriente previsto para final de año). Aunque las reservas internacionales funcionan como un auto-seguro en los períodos de turbulencia, la compra de dólares por parte del Banco Central va seguida de operaciones de esterilización que aumentan la deuda pública. Algunas condiciones específicas del proceso de esterilización en Brasil hacen los costes de intervención particularmente altos. Más concretamente, la deuda colocada para esterilizar la compra de dólares está muy concentrada en el corto plazo y, además, su coste es muy alto ya que normalmente se referencia al SELIC (que es mucho más alto que la remuneración que obtiene la autoridad monetaria en sus activos externos). Estos costes se elevan con las reservas internacionales. Para finales de 2010 prevemos que las reservas internacionales alcanzarán cerca de los 280 billones de dólares.

Respecto al tipo de cambio, a partir de ahora, algunos factores podrían impulsar al real a la baja, en concreto las turbulencias financieras del mundo desarrollado y la consolidación de la opinión de que una marcada apreciación del real provocará la intervención en el tipo de cambio. Además, se puede añadir alguna volatilidad en los meses próximos debido a la campaña presidencial, aunque en cualquier caso el impacto en los mercados de la evolución política será ciertamente más limitado que en el pasado. Por otra parte, la capitalización del Banco do Brasil y Petrobras puede crear algunos movimientos apreciatorios, según el grado de participación de los agentes extranjeros -que debería ser alto- y también de la cantidad de entradas de capital extranjero que absorberá el Banco Central -que también debería ser alta. En resumen, prevemos que el tipo de cambio esté en el intervalo de 1,70 – 1,80 para el resto del año, probablemente cercano al límite inferior en el tercer trimestre y al límite superior en el cuarto.



Respecto a nuestro pronóstico para después de 2010, vemos más riesgos de los que los mercados están descontando actualmente. La tendencia intervencionista actual es probable que se refuerce con Dilma Rousseff, en línea con lo que hemos presenciado desde el comienzo de la crisis de Lehman Brothers; o con José Serra, en línea con sus referencias recientes a un modelo en el que el Ejecutivo tendría algo más que decir sobre la política monetaria. Respecto a este tema la carrera presidencial está abierta.

A pesar de algunas malas gestiones y distorsiones de la política económica, nuestro pronóstico es que continúe el crecimiento económico en los años venideros aunque no tanto como en 2010 (un 4,7% en 2011 y alrededor del 5% posteriormente). El motor de crecimiento del PIB seguirá siendo la demanda interna, y esto debiera seguir presionando a la inflación y la cuenta corriente. Calculamos que la inflación alcanzará el 4,8% en 2011, ligeramente superior al objetivo del 4,5%, y que converja con el objetivo en 2012. Sin embargo, el déficit por cuenta corriente se espera que siga creciendo y alcance el 3,3% del PIB en 2011 y casi el 4% en 2012. Lo robusto de la economía brasileña en los años venideros debería mantener el real en niveles apreciados. En concreto, esperamos que la moneda brasileña fluctúe en torno a la marca de 1,78 en términos reales.

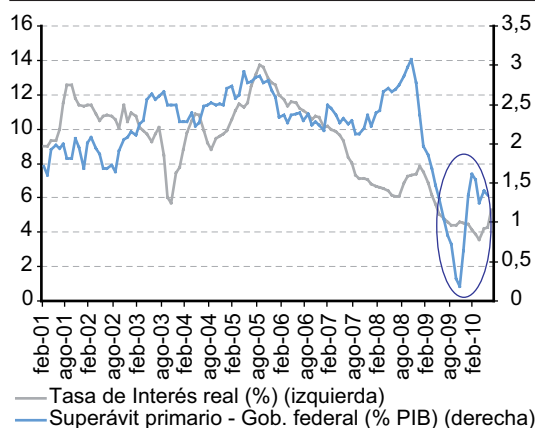
### 3. Política monetaria y fiscal: ¿complementarias?

Una característica de la política anticíclica implementada durante la crisis fue la complementariedad entre la política monetaria y fiscal. El gobierno fue capaz de recortar los impuestos manteniendo el gasto relativamente alto. Por otra parte, el Banco Central tuvo margen para recortar los tipos de interés hasta mínimos históricos. De este modo, la función anticíclica de la política fiscal se reforzó mediante la política monetaria y viceversa. Por lo tanto, a finales de 2009 y en los primeros meses de 2010, la política monetaria y fiscal fueron excepcionalmente expansivas (véase el Gráfico 5). Esto es clave para entender el gran dinamismo de la actividad en el primer trimestre de 2010.

No obstante, recientemente empezaron a retirarse los incentivos fiscales y monetarios implementados durante la crisis ya que aparecieron claros signos de recalentamiento económico. El Banco Central elevó inicialmente los requisitos de reservas obligatorias del sistema bancario en marzo y después, hace unos días, anunciaron nuevos ajustes que establecerán los requisitos gradualmente a unos niveles anteriores a la crisis 2014. Estas medidas frustraron las expectativas de que los recortes anunciados durante la crisis fueran permanentes, manteniendo los requisitos brasileños para las reservas obligatorias más parecidos a los niveles internacionales. Además, en abril el Banco Central empezó a ajustar al alza los tipos de interés. El SELIC se ajustó por primera vez del 8,75 al 9,50% y después al 10,25% en junio. Más recientemente, en julio el tipo de referencia se ajustó al alza 50 puntos básicos, hasta el 10,75%. Esperamos que el ritmo del ajuste monetario siga ralentizándose en los próximos meses y que el SELIC cierre el año en torno al 11,50%. Los riesgos se inclinan a la baja, es decir hacia ajustes menos agresivos, tal como demostraron las recientes decisiones de los miembros del Comité de Política Monetaria. De todos modos, se debe tener en cuenta que la eficacia de la política monetaria ahora es probablemente mayor que en el pasado, porque tanto el crédito total como el no asignado representan ahora más que nunca una cuota mayor del PIB (véase el Gráfico 6).

Gráfico 5

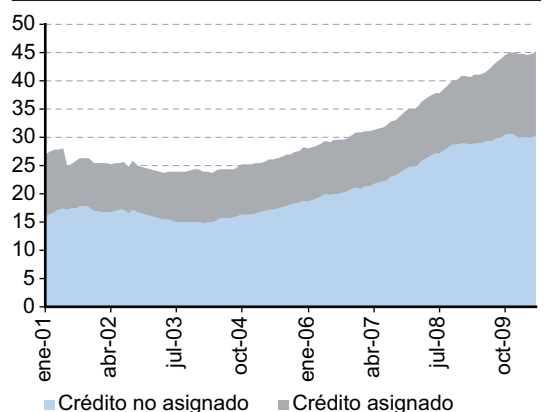
#### Política monetaria y fiscal



Fuente: BBVA Research y BCB

Gráfico 6

#### Crédito (% PIB)



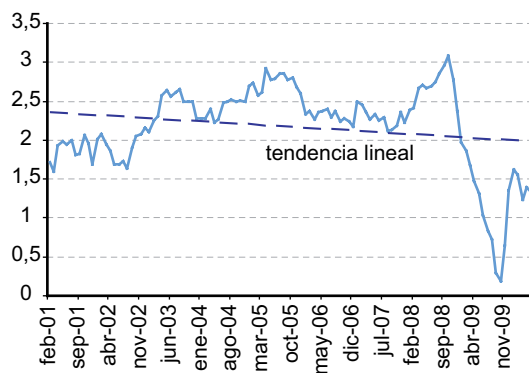
Fuente: BBVA Research y BCB

En lo que respecta a la política fiscal, la mayoría de los incentivos implementados el año pasado fueron retirados recientemente. No obstante, el superávit primario del gobierno federal se recuperó de forma muy moderada de los bajos niveles históricos y todavía es mucho más bajo que los niveles anteriores a la crisis (véase el Gráfico 7). Como muestra el Gráfico 8, los ingresos federales están aumentando, pero el gasto primario sigue siendo demasiado alto y no permite ninguna mejora del superávit primario del gobierno federal. Algunas decisiones populistas como el aumento del 7,7% del pago de pensiones, así como el creciente intervencionismo del sector público también mantuvieron bajo el superávit primario.

El gasto primario podría moderarse ligeramente en la segunda mitad del año, pero seguirá creciendo y significando una gran carga para la política monetaria. Actualmente prevemos que el gasto primario alcance el 2,9% del PIB en 2010. Esto es mayor que en 2009, pero menor que los niveles anteriores a la crisis y que el objetivo fiscal del 3,3% para el año (el cual, no obstante, se debe cumplir oficialmente porque ahora se puede deducir del objetivo un gasto en inversiones cada vez mayor). La mejora respecto a 2009 se deberá más bien a un aumento de los beneficios que a la moderación de los gastos. En términos nominales, es decir incluidos los pagos de intereses, esperamos un déficit del 2,8%. Según nuestros cálculos, la deuda pública caería del 44,5% del PIB del último año a una cifra ligeramente superior al 42% este año<sup>1</sup>.

Gráfico 7

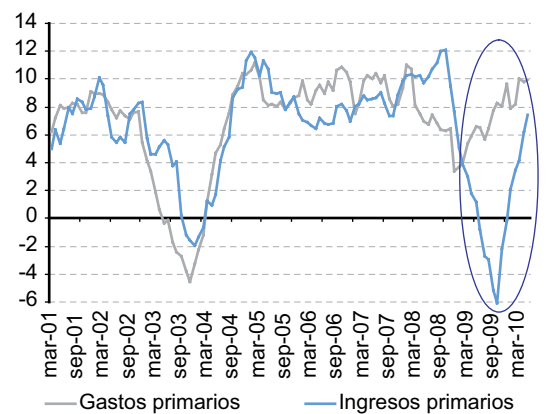
**Superávit primario - Gob. federal (% PIB)**



Fuente: BBVA Research y BCB

Gráfico 8

**Cuentas del gobierno federal - acumuladas en 12 meses (% a/a)**



Fuente: BBVA Research y BCB

## 4. Continúa la expansión del crédito

Después de ralentizarse al final de 2008 y durante la mayor parte de 2009, el crédito al sector privado se recuperó en los últimos meses y actualmente está creciendo un 17% interanual como muestra el Gráfico 9. Por sectores, el crédito inmobiliario es actualmente el más dinámico. Está creciendo un 51% en términos anuales, mientras que el crédito al consumo y a las empresas está creciendo un 17 y 18% respectivamente. No obstante, parte del dinamismo del crédito inmobiliario en Brasil se explica por unos niveles iniciales muy bajos.

Estudiando los datos desglosados, podemos apreciar el importante papel del crédito del BNDES (Banco Nacional de Desarrollo) y del sector rural e inmobiliario, entre otros. En concreto, los recursos asignados representan ahora el 33% del crédito en comparación con el 28% de hace dos años. Otra importante tendencia crediticia es la expansión del crédito de nómina, que constituye ahora el 60% del crédito personal total.

El resto del año se espera que el crédito continúe creciendo con fuerza a pesar de que el ciclo de ajuste monetario y la moderación de la actividad económica deberían frenar futuras expansiones (también porque se reducen los índices de morosidad). A final de año esperamos que el crédito crezca alrededor del 20% interanual.

1: Para 2011 y 2012 prevemos déficits nominales del 2,4 y 1,7% respectivamente, y la deuda pública tiende a la baja hasta el 41,0% en 2011 y el 38,9% en 2012.

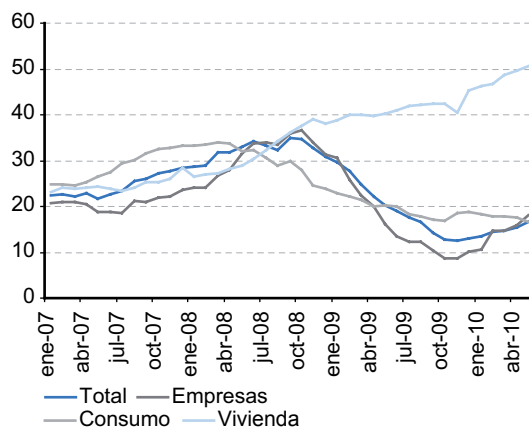


Aunque la reciente capitalización de algunos bancos públicos, como el BNDES y el Banco do Brasil, renovará su capacidad de préstamo, los bancos privados deberían recuperar al menos parte de la cuota de mercado perdida durante la crisis.

En lo que respecta al sistema financiero, existía preocupación por el exceso de liquidez, pero el tono actual de la política monetaria, así como los recientes ajustes de los requisitos de reservas obligatorias deberían servir para reducir los niveles de liquidez actuales (en los primeros cuatro meses del año los activos a corto plazo representaron el 21% de los activos totales, la proporción más alta en muchos años). Los ratios de capital permanecen altos mientras que la rentabilidad bancaria continúa reflejando el fuerte impulso económico y unas pérdidas por morosidad limitadas. En resumen, las condiciones parecen permitir que los mercados financieros brasileños sigan comportándose bien (véase el Gráfico 10 para obtener información sobre la reciente evolución del sistema financiero en Brasil).

Gráfico 9

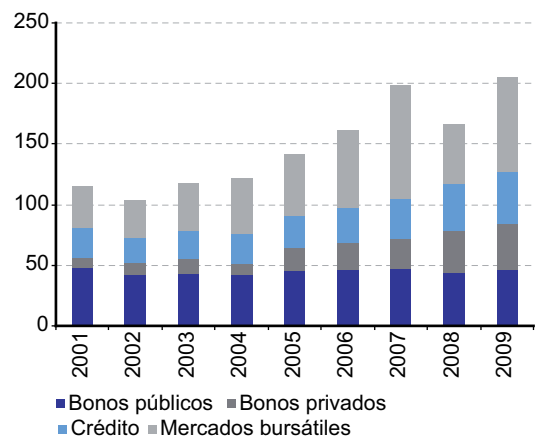
**Crédito al sector privado (a/a %)**



Fuente: BBVA Research y BCB

Gráfico 10

**Mercados financieros (% PIB)**



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y BCB

## 5. Escenarios de riesgo de la economía brasileña

La fortaleza de la economía brasileña, así como la solidez de su demanda interna, la estructura de exportaciones bien diversificada geográficamente, la buena salud de su sistema financiero y la relativamente nueva capacidad de implementar políticas anticíclicas, han mantenido al país relativamente aislado de las turbulencias padecidas en Europa. Sin embargo, la volatilidad de los mercados internos a final de mayo muestra que, si empeoran las turbulencias externas, el país se vería afectado. El riesgo principal que se cierne sobre la sólida situación de crecimiento que prevemos actualmente para la economía brasileña es, por tanto, que la aversión al riesgo global experimente una tendencia al alza debido a la agravación de los problemas en Europa y que la recuperación de las economías desarrolladas se ralentice. En este caso, una corrección de los precios de las materias primas, y especialmente las turbulencias financieras de los mercados globales, tendrá un efecto recesivo sobre la actividad económica en Brasil. La demanda interna todavía podría servir de ayuda pero no lo suficiente para mantener las tasas de crecimiento.

Para 2010, el efecto de arrastre y el rendimiento en la primera mitad del año deberían garantizar un sólido crecimiento, probablemente entre el 5,5 y el 6,0%, pero para 2011 y 2012, el crecimiento del PIB debería ser alrededor de 200 puntos básicos inferior a lo que estamos pronosticando en nuestro escenario principal. No obstante, en este caso, la cuenta corriente y especialmente las tensiones inflacionarias se moderarían. Según nuestros pronósticos la inflación tendería a la baja y convergería a unos niveles en torno al 4% en 2011 y 2012. Por otra parte, la cuenta corriente se estabilizaría en torno al 3% del PIB en los dos años siguientes debido a la moderación de la demanda interna y a la depreciación del real, que en este caso se acercaría a la marca de 1,9 para el resto de este año, ligeramente superior a la de 2011 y 2012. En este caso, la financiación de las cuentas externas debería ser más difícil y podría añadir volatilidad a los mercados cambiarios. En cualquier caso, el Banco Central tendría reservas internacionales más que suficientes para afrontar la escasez de dólares. En cuanto a la política fiscal, los ingresos se vería afectados por unos índices de crecimiento inferiores y el superávit primario caería a niveles en torno al 2,7%, en lugar del 3% del escenario base. No obstante, habría riesgos limitados relacionados con las cuentas fiscales y externas, aunque un entorno de menor tolerancia sumado a una mala gestión fiscal podrían resultar perjudiciales para el país.

Un riesgo menos probable, aunque aún existente, de que el crecimiento no se modere como se prevé. En este caso, el PIB de 2010 podría alcanzar fácilmente el 8% o incluso más (en términos trimestrales, esto significaría un 1,3% m/m de crecimiento medio a partir del segundo trimestre, en comparación con el 2,7% t/t observado en el primer trimestre y con el 0,5% de media que hemos incorporado a nuestro escenario base).

En este “escenario de sobrecalentamiento”, la inflación tendería al alza y sería necesario un mayor ajuste de la política macroeconómica. Este ajuste se podría implementar posiblemente mediante una política monetaria más agresiva, así como una política fiscal más restrictiva. La mezcla de políticas probablemente se verá influenciada por quién es elegido Presidente. Creemos que Dilma será más reacio a aplicar un temprano ajuste fiscal que Serra, poniendo mayor peso en la política monetaria en 2011.

En cualquier caso, el impacto de un parón repentino del crecimiento de la actividad económica no es desdeñable, especialmente los efectos negativos provocados sobre las cuentas públicas (recientemente los ingresos públicos se han mostrado particularmente sensibles a las variaciones de los niveles de actividad económica). Otra de las principales distorsiones de este escenario sería un deterioro mayor de lo esperado del déficit por cuenta corriente, lo cual implicaría un tipo de cambio más depreciado y también una mayor volatilidad de los mercados cambiarios.

## 6. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

|                               | 1T 09 | 2T 09 | 3T 09 | 4T 09 | 1T 10 | 2T 10 | 3T 10 | 4T 10 | 1T 11 | 2T 11 | 3T 11 | 4T 11 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PIB (% a/a)                   | -2,1  | -1,6  | -1,2  | 4,3   | 8,9   | 8,2   | 6,3   | 4,3   | 2,9   | 3,9   | 5,2   | 6,5   |
| Inflación (% a/a)             | 5,8   | 5,2   | 4,4   | 4,2   | 4,9   | 5,1   | 5,0   | 5,3   | 4,9   | 4,5   | 4,7   | 4,8   |
| Tipo de cambio (frente a USD) | 2,32  | 2,08  | 1,87  | 1,74  | 1,80  | 1,79  | 1,76  | 1,78  | 1,82  | 1,82  | 1,83  | 1,85  |
| Tipo de interés (%)           | 12,6  | 10,3  | 8,9   | 8,8   | 8,8   | 9,8   | 11,3  | 11,5  | 11,5  | 11,5  | 11,5  | 11,5  |

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas anuales

|   | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|------|------|------|
| PIB (% a/a)                             | -0,2 | 6,9  | 4,7  |
| Inflación (% a/a, promedio)             | 4,9  | 5,1  | 4,7  |
| Tipo de cambio (frente a USD, promedio) | 2,00 | 1,78 | 1,83 |
| Tipo de interés (% , promedio)          | 10,1 | 10,3 | 11,5 |
| Consumo privado (% a/a)                 | 4,0  | 6,4  | 4,2  |
| Gasto público (% a/a)                   | 3,7  | 2,2  | 2,1  |
| Inversión (% a/a)                       | -9,9 | 20,5 | 9,0  |
| Balanza fiscal (% PIB)                  | -3,5 | -2,8 | -2,4 |
| Cuenta corriente (% PIB)                | -1,6 | -2,7 | -3,3 |

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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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".**

Esta publicación ha sido elaborada por la Unidad de Economías Emergentes:

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

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*Market & Client Strategy:*

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

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*España y Europa:*  
**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*  
**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

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

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

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

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

Sudamérica  
**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

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com