

Situación Brasil

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **Las turbulencias globales refuerzan la moderación de la actividad doméstica.** Las previsiones del PIB fueron revisadas a la baja hasta el 3,2% en 2011 y el 3,6% en 2012.
- **La inflación mostrará una tendencia a la baja pero no convergerá con el objetivo próximamente.** El BC se centrará en lo primero y continuará ajustando el tipo SELIC a la baja para acercar los tipos internos a los internacionales.
- **El real seguirá fuerte en torno al nivel de 1,70 y el déficit por cuenta corriente se ampliará** a pesar de la desaceleración económica.
- **La moderación global debería ayudar a mantener los riesgos de sobrecalentamiento interno bajo control, al menos a corto plazo.** Y si las economías desarrolladas entran en recesión, la economía brasileña sufrirá una importante desaceleración.

Índice

1. Entorno global: desaceleración y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Tiempos inciertos: entre el riesgo de sobrecalentamiento interno y de recesión global	5
3. Se reduce la previsión de crecimiento del PIB al 3,2% en 2011 y al 3,6% en 2012.....	6
4. La inflación caerá, pero no lo suficientemente rápido	9
5. La coordinación fiscal y monetaria está mejorando, pero aún le queda un largo camino por recorrer.....	10
6. Un real fuerte y un mayor déficit por cuenta corriente.....	12
7. Tablas de previsiones.....	13

Fecha de cierre: 10 de noviembre de 2011

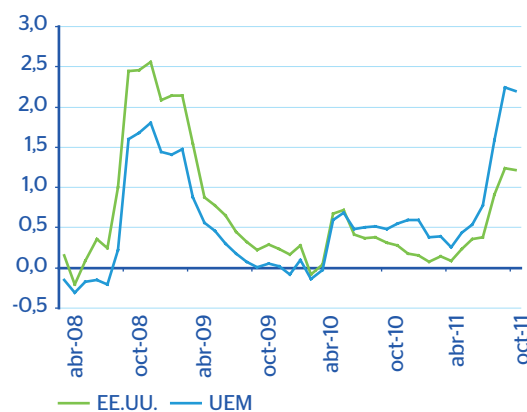
1. Entorno global: desaceleración y riesgos muy sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecería un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

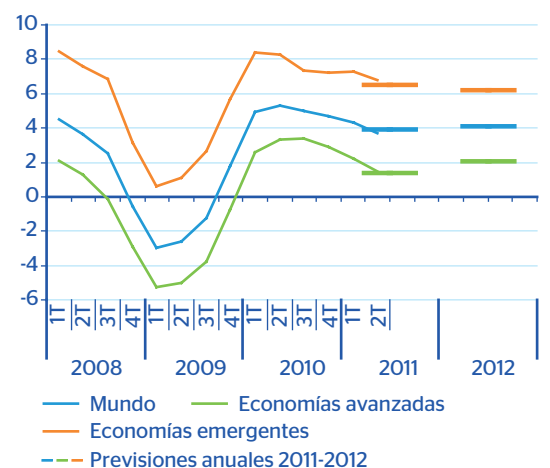
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo.

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas

de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

2. Tiempos inciertos: entre el riesgo de sobrecalentamiento interno y de recesión global

Solo hace unos meses, existía una preocupación generalizada por el sobrecalentamiento de la economía brasileña y los riesgos que podría crear. No obstante, las recientes turbulencias globales aparcaron esas preocupaciones y ahora los mercados están más interesados en saber si Brasil se vería afectado por el deterioro del entorno global. En otras palabras, los riesgos de sobrecalentamiento fueron reemplazados por los temores de un aterrizaje brusco, e incluso de recesión.

Como demostró la crisis de 2008-2009, no debería esperarse que la economía brasileña se desacople. Esto significa que el crecimiento interno podría disminuir notablemente si las economías desarrolladas entran en recesión, o podría seguir creciendo a un ritmo cercano a su potencial si las turbulencias de Europa se calman pronto. En el último caso, volverían a surgir problemas de sobrecalentamiento.

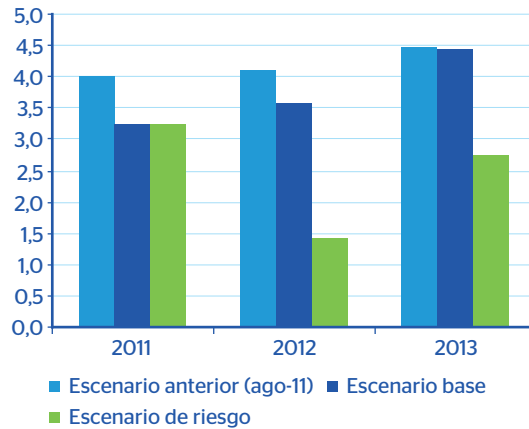
En nuestro escenario base, las economías desarrolladas crecerán menos de lo previsto anteriormente, pero no entrarán en una recesión. En línea con esta previsión, nuestro escenario base para la economía brasileña es de un crecimiento en torno al 3,0-3,5% en los dos próximos años, en lugar de en torno al 4,0% como pronosticamos hace tres meses (véase el Gráfico 3). En este nuevo caso, la brecha de producto sigue siendo positiva pero no tanto como anteriormente (véase el Gráfico 4). Esto significa que los problemas de sobrecalentamiento deberían estar bajo control durante algún tiempo, aunque las distorsiones generadas por un excesivo crecimiento podrían reanudarse cuando se calmen las tensiones globales (a partir de la mitad de 2012 en nuestro escenario base).

En un escenario de riesgo en el que las economías desarrolladas entraran en una recesión, pero en el que la situación no fuera tan mala como en el episodio de Lehman Brothers, el crecimiento del PIB de Brasil caería del 3,6% en el escenario base al 1,8% en 2012. En este escenario de riesgo, el país se vería afectado principalmente por el deterioro de la confianza interna, pero los canales comerciales y financieros también desempeñarían un papel significativo.

Según nuestro pronóstico, en un escenario de recesión global las políticas anticíclicas de Brasil estarían más centradas en lograr un tipo SELIC más bajo que en un mayor gasto fiscal, ya que las autoridades monetarias parecen especialmente interesadas en mantener los tipos de interés próximos a los niveles internacionales. Además, esperamos una amplia inyección de liquidez en dólares y reales usando, respectivamente, reservas internacionales (alrededor del 15% del PIB) y reservas bancarias obligatorias guardadas en el Banco Central (alrededor del 11% del PIB). Finalmente, creemos muy probable la intensificación del crédito público como otra herramienta anticíclica, lo que implica algunos riesgos ya que los bancos públicos podrían estar más expuestos al deterioro de la actividad interna. Al mismo tiempo, la expansión del crédito público puede reducir el margen del Banco Central para rebajar los tipos de interés.

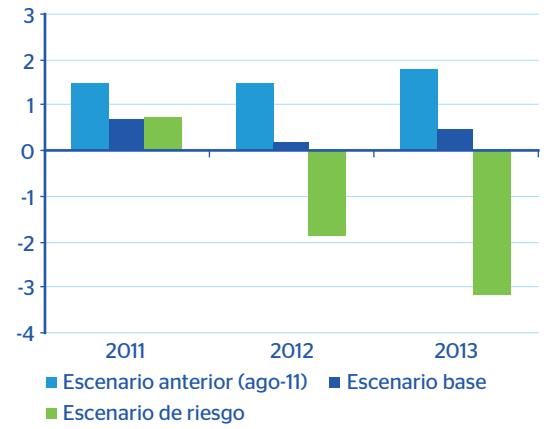
En el escenario de riesgo, la inflación debería converger a la meta de 4,5% en 2012 a pesar de la depreciación del real (que estaría en el intervalo de 1,80-1,90). Prevemos que el tipo SELIC baje hasta el 8,5% en este escenario, mientras que el déficit por cuenta corriente debe aumentar y alcanzar el 3% del PIB. A medio plazo la corrección de la actividad económica y los precios relativos reduciría el déficit por cuenta corriente. Las cuentas fiscales deberían mantenerse relativamente estables, ya que el efecto de un menor crecimiento de los ingresos se podría compensar, al menos en cierta medida, por el pago de unos tipos de interés más bajos (debido a un SELIC menor) dado que el efecto directo de los bajos precios de las materias primas sobre los ingresos fiscales es bajo en Brasil.

Gráfico 3
Crecimiento del PIB, previsiones del BBVA (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4
Diferencial de producción (%)



Fuente: BBVA Research

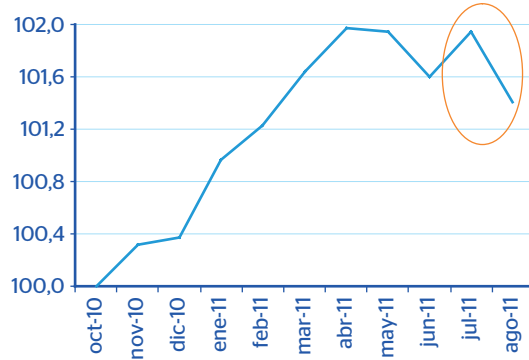
Después de subrayar las inusuales incertidumbres y los riesgos principales que se ciernen sobre la economía, nos centraremos en la descripción y análisis de nuestro escenario base para la economía brasileña en el resto de este informe.

3. Se reduce la previsión de crecimiento del PIB al 3,2% en 2011 y al 3,6% en 2012

La economía no debería crecer más de un 0,2%t/t en el 3T y no se puede descartar un crecimiento negativo en términos intertrimestrales. Este crecimiento contrasta fuertemente con los aumentos de 1,2%t/t y 0,8%t/t que se observaron en el 1T y 2T respectivamente.

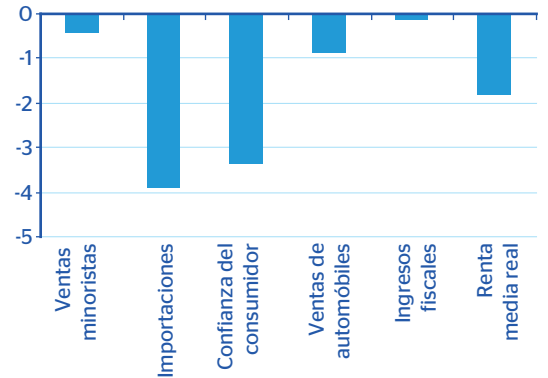
La evidencia de moderación, que fue relativamente escasa en la primera mitad del año, ahora se aprecia casi en todos los sectores, incluso en el mercado laboral que se mostró particularmente sólido hace unos meses. La mayor parte de los indicadores de demanda han sorprendido a la baja según los últimos datos. Por ejemplo, las ventas al por menor sorprendieron con una caída del 0,4% m/m en agosto, el peor resultado desde marzo de 2010. Por poner otro ejemplo, los ingresos fiscales aumentaron un 14,4% a/a en términos nominales en septiembre, de acuerdo con la serie desestacionalizada. Aunque este crecimiento es aún muy intenso, es bastante menor que la media del 22% a/a que se produjo de enero a agosto de este año. El crecimiento de los ingresos fiscales en septiembre fue, realmente, el menor del año. Y en cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo aumentó ligeramente hasta el 6,1% teniendo en cuenta los efectos estacionales y el rendimiento medio real de los trabajadores cayó un 1,8% m/m en setiembre, la corrección a la baja más brusca en casi siete años (si desea consultar más indicadores de demanda de alta frecuencia vea los Gráficos 5 y 6 siguientes).

Gráfico 5
Indicador de actividad económica: IBC-Br
(indicador del PIB del BC; oct-10=100; desest.)



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 6
Indicadores de demanda de alta frecuencia (% m/m; desest.; última información disponible)

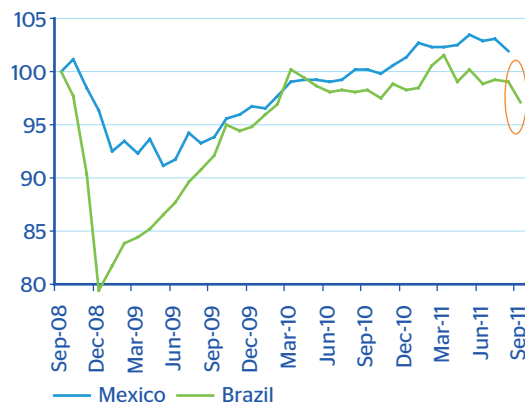


* Septiembre con la excepción de las ventas minoristas que son en agosto
Fuente: IBGE, Banco Central de Brasil y FGV

La notable moderación en el 3T se debe al efecto retardado de las políticas fiscales y monetarias más rigurosas implementadas en la primera mitad del año y, especialmente, el reciente deterioro del escenario global. En cuanto a este último, uno de los principales canales que está afectando al país es el canal de la confianza: el índice de confianza de los consumidores publicado por la Fundación Getulio Vargas (FGV) acumuló una caída de un 7% en agosto y septiembre, y alcanzó su nivel más bajo desde principios de 2010.

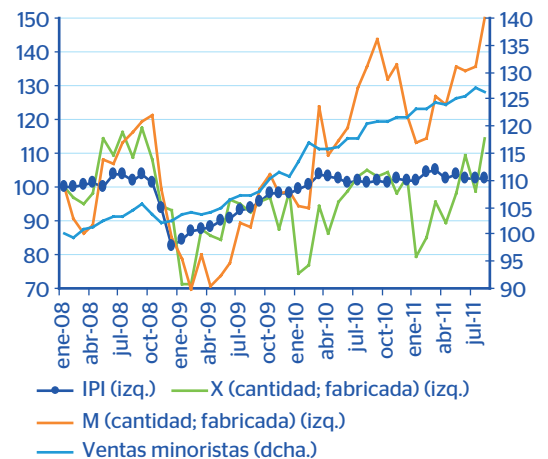
Los indicadores de oferta más recientes también muestran un deterioro adicional en los últimos meses. Pero en este caso, la debilidad ya era evidente hacía muchos meses como indica el Gráfico 7. En realidad, este mismo gráfico revela que i) los niveles de producción industrial actuales son inferiores a los niveles observados hace tres años, cuando el país sintió el efecto de la crisis de Lehman Brothers; y que ii) el desempeño reciente de la producción industrial de Brasil es peor que la de México, un país que en general se vio más afectado por las turbulencias globales de los últimos años y, en especial, por la desaceleración de la economía de Estados Unidos.

Gráfico 7
Producción Industrial (sep-08=100; desest.)



Fuente: Banxico y Banco Central de Brasil

Gráfico 8
Producción industrial comparada con otros indicadores en actividad (ene-08=100; desest.)



Fuente: IPEDATA y BBVA Research

La debilidad de la producción industrial de Brasil se debe a la pérdida de competitividad del sector. Después de recuperarse de lo más crudo de la crisis de 2008-2009 en consonancia con la demanda interna (y apoyada por incentivos fiscales), la producción industrial permaneció casi estable desde la primera mitad de 2010. La producción industrial anual hasta la fecha solo es un

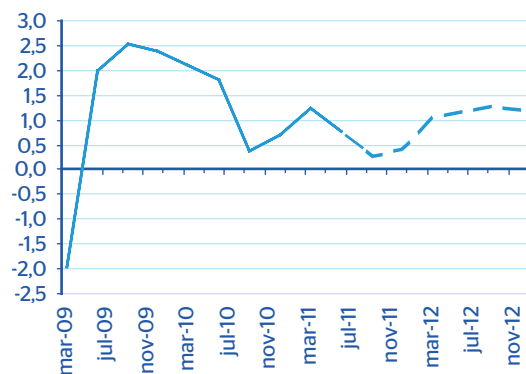
1% mayor que la del mismo periodo del último año. Asimismo, el volumen de las exportaciones manufacturadas aumentó un 3%. La expansión de la demanda interna fue, durante el mismo periodo, alrededor del 7% de acuerdo con los indicadores de ventas minoristas. Estas cifras muestran que la oferta interna de productos manufacturados fue menor que la demanda general. Por lo tanto, existe un desajuste de la oferta, que naturalmente se satisface con manufacturas importadas: los datos del periodo muestran que el volumen de las importaciones de manufacturas aumentó un 10%.

Esta evidencia demuestra que la titubeante producción industrial no se debe a una insuficiente demanda total. Tampoco era un problema de falta de capacidad de producción, ya que la capacidad de utilización media es del 82,5% este año, solo ligeramente superior a la media del 81,1% experimentada entre 2003 y 2010. Por tanto, la debilidad del sector industrial es un síntoma de falta de competitividad provocada por la apreciación del tipo de cambio y por problemas estructurales como una alta carga fiscal y una pobre infraestructura.

La debilidad del sector industrial, así como el peso que tiene este sector en el terreno político, nos ayuda a entender la reciente implementación de medidas para evitar una apreciación adicional de la divisa (“guerra cambiaria”) y para proteger a los productores locales (“guerra comercial”). Aunque estas medidas, y las futuras, servirán de alguna ayuda, la perspectiva del sector no es muy favorable, ya que a la mala situación global se añadirá un entorno interno en el que la demanda ya se encuentra en un proceso de moderación.

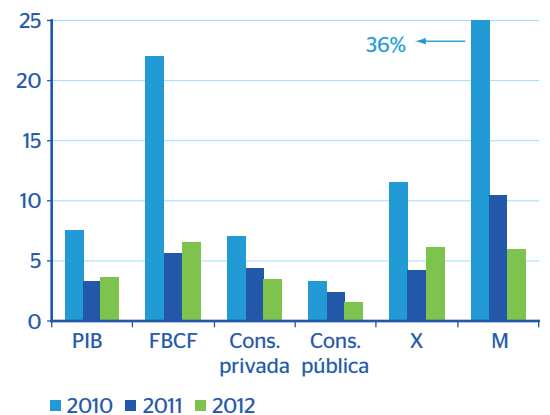
Después de un ajuste a la baja de la producción industrial en el 3T (-0,9%/t), se espera cierta recuperación a final de año, debido a los incentivos para regenerar los inventarios. Este repunte debería contribuir a que el crecimiento del PIB sea más intenso en el 4T que en el 3T.

Gráfico 9
Crecimiento del PIB (% t/t)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 10
Crecimiento del PIB
por componentes de demanda (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Para todo el año preveamos que el PIB crezca un 3,2%, con un sesgo negativo. En comparación con 2010 en el que la economía creció un 7,5%, por consiguiente, habrá una importante moderación que resulta más clara si se observan los componentes de demanda del PIB (véase el Gráfico 10).

Para 2012, preveamos que el PIB aumente un 3,6%, ligeramente más que en 2011, y que la demanda interna crezca un 4,5%, un valor parecido al de 2011. El aumento del consumo privado se espera que esté en torno al 3,5% en 2012 (el 4,4% en 2011) ayudado por el ajuste del salario mínimo de un 14% y unos tipos de intereses más bajos. Y la formación de capital fijo se prevé que aumente un 6,6% en 2012 (un 5,5% en 2011), estimulada por los compromisos de inversión público y privada ligados a los acontecimientos deportivos que se celebrarán en el país en 2014 y 2016.

4. La inflación caerá, pero no lo suficientemente rápido

A pesar de que la actividad doméstica se estaba ralentizando desde principios de año, la inflación continuó su tendencia alcista, debido a la inercia de los precios domésticos (especialmente los de servicios) y a al excesivo dinamismo del mercado de trabajo.

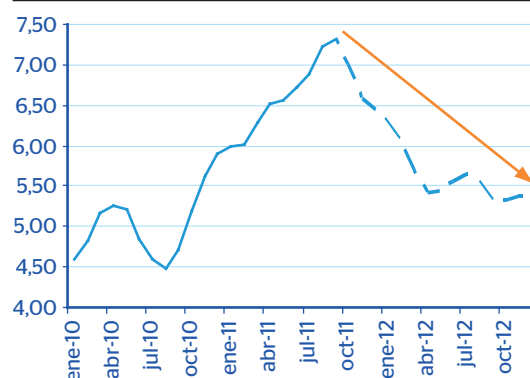
Después de subir del 4,5% en agosto de 2010 al 7,3% en septiembre, la inflación anual se espera que presente una tendencia a la baja a partir de ahora. El primer paso en esta dirección fue la bajada hasta el 7,0% en octubre, la primera en más de un año. El principal apoyo de esta desaceleración es estadístico, debido a una elevada base de comparación (ya que la inflación fue alta al final de 2010). No obstante, la desaceleración de la actividad interna y la ralentización del crecimiento global se añadirán a esto y reforzarán la caída de la inflación anual.

Por lo tanto, el problema principal no es si se reducirá o no la inflación, si no a qué velocidad. El primer aspecto que hay que tener en cuenta es que los precios locales en Brasil son generalmente muy rígidos. Por ejemplo, en la crisis de 2008-2009, la inflación se redujo de un 6,4% en octubre de 2008 a un 4,2% en diciembre de 2009 (solo ligeramente por debajo de la meta del 4,5%), a pesar de que la economía cayó en una recesión y los precios de las materias primas se desplomaron.

Además de esto, en nuestro escenario base ni los precios de las materias primas ni la actividad interna caerán significativamente. Permanecerán relativamente estables, poniendo obstáculos para que la inflación converja con el objetivo de 2012. Finalmente, deberíamos considerar que el ajuste del salario mínimo de un 14% que se implementará en 2012 también servirá de ayuda para la inflación.

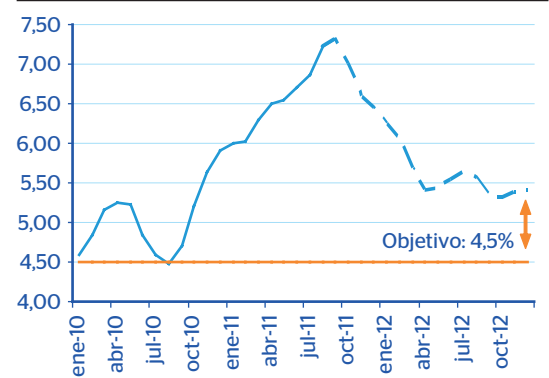
Un ejercicio simple, ilustrado por el Gráfico 13, debería aclarar las dificultades para que la inflación alcance el 4,5% próximamente. Si suponemos que la inflación mensual se comportase a partir de noviembre exactamente como en la crisis anterior, lo cual significa que caería hasta el 0,36% y 0,28% intermensual en los dos últimos meses del año y presentaría una media intermensual del 0,35% en 2012, la inflación convergería en el 4,3% al final de 2012 (en lugar de en el 5,4% que calculamos en nuestro escenario base). No obstante existen dos diferencias principales respecto a la crisis anterior. En primer lugar, la última vez el país entró en recesión y el PIB cayó un 0,6%, mientras que esta vez la economía se espera que crezca un 3,6%. En segundo lugar, en el episodio de 2008-2009 la política monetaria era mucho más restrictiva que ahora porque en aquel momento el BC subió el SELIC hasta el 13,75% cuando comenzaron las turbulencias (ya que la inflación era aún alta). En esta ocasión, el BC habría bajado el SELIC hasta el 11,0% al final del año (a pesar de que la inflación era alta). Además de esto, el ajuste del salario mínimo de un 14% del próximo año es claramente otro motivo de preocupación.

Gráfico 11
La inflación se desacelerará (IPCA % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
... pero no convergerá con el objetivo (IPCA % a/a)



Fuente: BBVA Research

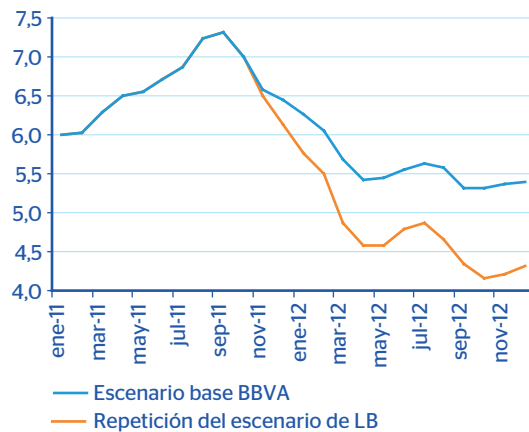
Esto no significa que sea imposible que la inflación converja al 4,5% en 2012. Significa que solo ocurriría si la crisis resulta ser tan grave como en 2008-2009, lo cual en absoluto es nuestro escenario principal. La visión benevolente del BC respecto a la inflación es un motivo para creerse en bajadas adicionales del SELIC. No vemos en estos recortes de la SELIC un cambio del sistemas de meta en el que el BC se centre en el crecimiento y la inflación en lugar de solo en la inflación, pero sí lo vemos como la implementación de una estrategia (¿o una apuesta?) para mantener los tipos de interés permanentemente bajos, en unos niveles cercanos a los de otros países.

En nuestra opinión es una estrategia arriesgada con unos costes potencialmente altos en términos de credibilidad. Incluso si la inflación acaba convergiendo en el 4,5% el próximo año como ha dicho el BC, habría un coste de credibilidad para la autoridad monetaria, ya que su estrategia monetaria se ha interpretado más como una apuesta o un deseo que como una decisión técnica. Esto implica que la inflación podría permanecer alta durante un largo periodo de tiempo, especialmente cuando se calmen las tensiones globales.

Independientemente de estos costes, prevemos que el SELIC se rebaje en 50 puntos básicos en la próxima reunión de política monetaria a finales de noviembre y, por tanto, que cierre el año en el 11,0%. Para el próximo año, el espacio para rebajas adicionales se verá limitado por una política fiscal menos flexible (el objetivo fiscal será cumplido este año pero no en 2012) y también por el hecho de que la inflación no debería converger con el objetivo del 4,5% tan pronto como espera el BC, pero la autoridad monetaria deberá encontrar o crear margen para bajar el SELIC hasta el 10,0% a finales del 2012.

Gráfico 13

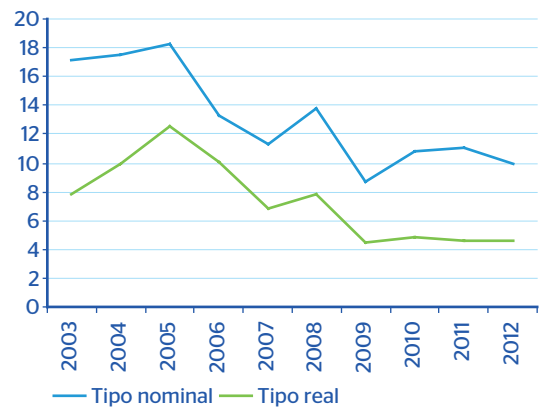
Previsiones de inflación del BBVA frente a la repetición del escenario de LB (IPCA % a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14

Tipos de interés: SELIC (%)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

5. La coordinación fiscal y monetaria está mejorando, pero aún le queda un largo camino por recorrer.

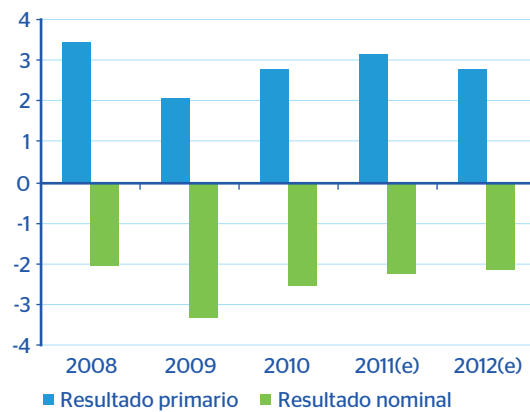
A pesar de nuestras críticas a la política monetaria actual, observamos una mejor coordinación de las políticas económicas bajo el mandato de Dilma Rousseff. Al contrario que anteriormente, este gobierno ha reconocido que una política fiscal más rigurosa podría ayudar al BC a implementar una política monetaria menos estricta. Por otra parte, el BC ha estado condicionando nuevas bajadas del SELIC al cumplimiento de los objetivos fiscales.

En nuestra visión, las autoridades económicas están dispuestas a implementar una política fiscal más rigurosa a cambio de un tipo de SELIC inferior, pero en la práctica existen serios retos para adoptar una política fiscal más restrictiva en 2012. El más evidente es el ajuste del salario mínimo

en un 14% que se aprobará a principios del próximo año. Como los pagos a la seguridad social están vinculados al salario mínimo, esto aumentará el déficit de la seguridad social hasta el 1,2% del PIB respecto al 1,0% de 2011. Otro obstáculo para implementar un mejor resultado fiscal es la política: los recortes de gastos de este año generaron algunas tensiones en la base del gobierno y el Congreso, y repetir el remedio el próximo año podría resultar problemático. Además de estos factores, los ingresos públicos podrían caer como porcentaje del PIB (del 23,8% este año al 23,6% en 2012) debido a la desaceleración de la economía en 2012. Finalmente, la necesidad de realizar inversiones para preparar la Copa del Mundo de Fútbol de 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016 deberían reducir el margen para los recortes de gastos. En general, prevemos que superávit primario alcance el 2,7% del PIB y, por lo tanto, quede por debajo del objetivo del 3,1%.

Gráfico 15

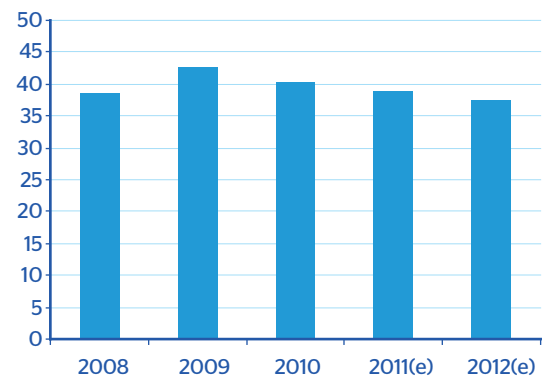
Cuentas fiscales (% del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 16

Deuda pública neta (% del PIB)



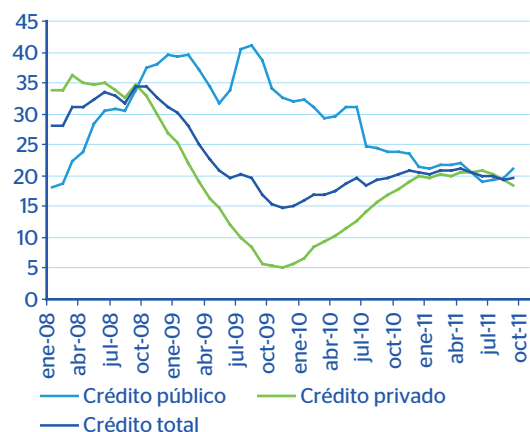
Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

En la parte negativa, al país aún le falta una mejor coordinación entre las políticas crediticia y monetaria. El crédito público continúa impulsando el dinamismo de los mercados crediticios, lo que reduce el margen para recortar los tipos de interés. En línea con esta visión, el Banco Central sugirió recientemente en uno de sus comunicados la introducción de medidas para moderar la concesión de créditos subsidiados (una clara referencia al crédito proporcionado por el BNDES, el banco público de desarrollo).

Al contrario que en otros sectores, los mercados crediticios apenas se han moderado. El stock de crédito está creciendo alrededor de un 20%a/a desde la mitad de 2010, y superará el pronóstico del BC del 17%a/a para la expansión global de este año. En septiembre, el crédito público creció un 21,2%a/a, sin que se vieran signos de moderación (un 21,4%a/a en el 1T de 2011). También en septiembre, el crédito privado aumentó un 18,4%a/a, por debajo del 19,9%a/a en el primer trimestre del año (véase el Gráfico 17).

Gráfico 17

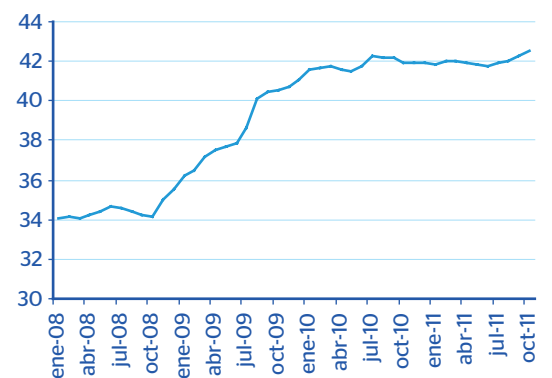
Crecimiento del crédito (% a/a)



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 18

Crédito público (% del crédito total)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

A pesar de su solidez, aún prevemos que los mercados crediticios sigan el tono general de la economía y se moderen. Si este no es el caso, el BC tendrá menos margen para implementar una política monetaria más expansionista, y aumentará el riesgo de sobrecalentamiento.

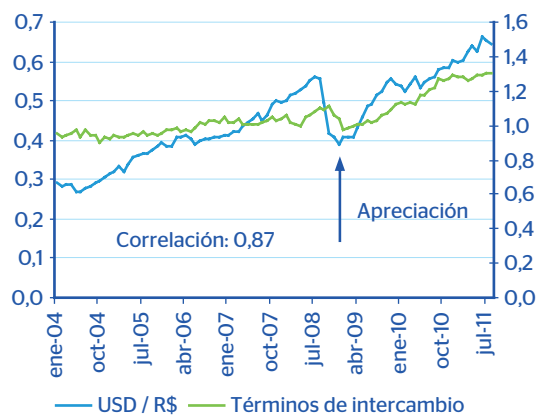
En este contexto, y con bajadas adicionales del SELIC, esperamos que más medidas macroprudenciales sean implementadas para mantener bajo control los mercados crediticios.

6. Un real fuerte y un mayor déficit por cuenta corriente

Después de las turbulencias globales, el real se depreció rápida y bruscamente y alcanzó recientemente la marca de 1,90 (véase el Gráfico 20). Esta depreciación provocó la intervención del BC que dejó de comprar dólares y empezó a venderlos por primera vez en muchos meses. Esta debilidad solo fue temporal y el real se volvió a apreciar en unos niveles en torno al 1,75 cuando los precios de las materias primas se recuperaron parte de sus pérdidas anteriores y la aversión al riesgo se calmó.

Gráfico 19

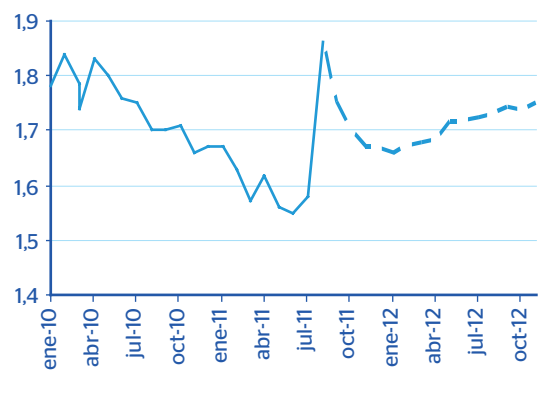
Términos de intercambio y tipo de cambio real



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 20

Tipo de cambio (R\$/USD)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Utilizando un modelo estadístico simple, en el que el tipo de cambio depende de los términos de intercambio y del riesgo-país, y que explica más del 90% de la variación del real en los últimos años, prevemos que el real siga relativamente sólido en torno al 1,70 el resto de este año y en 2012 (véase el Gráfico 20). Tras esta visión se encuentran las hipótesis incorporadas en nuestro escenario base de que las pérdidas de los precios de las materias primas estarán limitadas y el riesgo-país de Brasil medido por el EMBI+ se situará en un promedio del 200 puntos básicos el próximo año (actualmente está en torno a 220 puntos básicos).

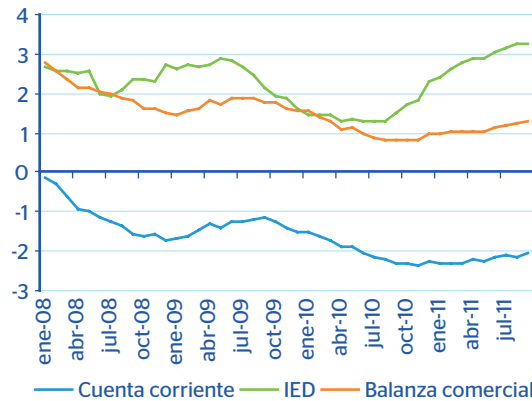
Una política monetaria más expansionista, el entorno mundial y las posibilidades de una mayor intervención en los mercados de divisas deberían evitar más apreciaciones de la divisa brasileña. En cuanto a la intervención en los mercados de divisas, el Congreso debería aprobar próximamente la ley que permite a las autoridades monetarias grabar los mercados de derivados de divisas. Tras esto, prevemos que el gobierno vea este impuesto como otra herramienta más a su disposición, lo que significa que podría aumentar el impuesto sobre los instrumentos derivados (actualmente en el 1%) si aumentan las presiones sobre el real, o igualarlo a cero si el real se deprecia notablemente.

En resumen, el real debería tener un promedio de 1,72 en 2012 comparado con 1,66 en 2011. Ni esta pequeña depreciación, ni la moderación de la actividad económica garantizarán una mejora de la cuenta corriente el año próximo. Por el contrario, esperamos que el déficit por cuenta corriente alcance el 2,1% del PIB este año y a continuación el 2,8% en 2012. El déficit del balance de ingresos y servicios se prevé que continúe bajo presión y suba hasta el 3,3 y 1,6% del PIB,

respectivamente, en 2012 respecto al 3,2 y 1,5% de 2011. El superávit comercial se espera que se reduzca al 0,5% del PIB en 2012 en comparación con el 1,2% este año después de una corrección a la baja de los términos de intercambio de Brasil.

Gráfico 21

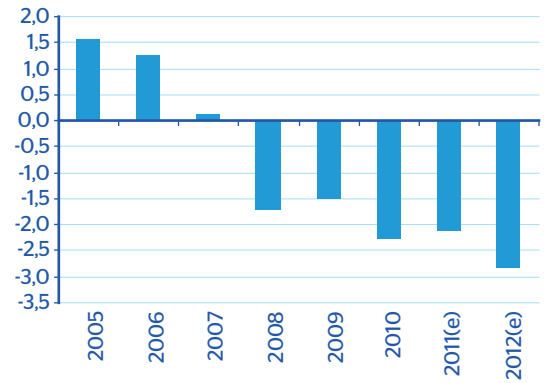
Cuenta corriente, balanza comercial e IED (% PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 22

Cuenta Corriente (% PIB)



Fuente: BBVA Research

Al menos en nuestro escenario base, los flujos de inversión extranjera, que han alcanzado su nivel máximo este año, continuarán financiando el déficit por cuenta corriente. Y, en cualquier caso, el BC podría hacer uso de sus abundantes reservas internacionales (el 15% del PIB) si el real se ve sometido a presiones.

En un escenario de riesgo en el que las economías desarrolladas sufran una nueva recesión, la cuenta corriente debería empeorar inicialmente (tras un repentino deterioro de los términos de intercambio y una mayor aversión al riesgo global) y a continuación calmarse con un ajuste esperado del tipo de cambio y la demanda interna. La IED se reduciría y las reservas internacionales se usarían para proporcionar liquidez en dólares.

7. Tablas de previsiones

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	7,5	3,2	3,6
Inflación (% a/a, fdp)	5,0	6,4	5,4
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,75	1,67	1,75
Tipo de interés (% fdp)	10,00	11,00	10,00
Consumo privado (% a/a)	7,0	4,4	4,5
Consumo público (% a/a)	3,3	2,3	1,6
Inversión (% a/a)	22,0	5,6	6,6
Saldo sector público (% PIB)	-2,5	-2,2	-2,2
Cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-2,1	-2,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a)	Tipo de cambio (frente al USD)	Tipo de interés (%)
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	4,1	6,1	1,66	11,42
2T 11	3,1	6,6	1,58	12,08
3T 11	3,0	7,1	1,64	12,17
4T 11	2,7	6,7	1,71	11,17
1T 12	2,6	6,0	1,67	10,75
2T 12	3,0	5,5	1,69	10,75
3T 12	4,0	5,5	1,73	10,58
4T 12	4,8	5,4	1,75	10,00

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 / 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

India
Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam
Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Alejandro Puente
apuente@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

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
Paseo Castellana, 81 - 7ª planta
28046 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com
Depósito legal: M-31254-2000