

Situación Brasil

Primer trimestre 2012
Análisis Económico

- **La actividad se acelerará en el transcurso de 2012 después de haberse estancado a finales de 2011** En lo que respecta al crecimiento, lo peor ya ha pasado. El PIB crecerá un 3,2% este año, y el 4,3% en 2013.
- **La inflación seguirá por encima de la meta.** El IPCA se desacelerará en el primer semestre, aunque el margen para continuar haciéndolo se reducirá en el segundo. Creemos que el IPCA cerrará el año en el 5,4%, y que las presiones inflacionarias seguirán siendo fuertes también en 2013.
- **La política monetaria seguirá siendo laxa.** El BC ya ha indicado que el SELIC bajará pronto a un solo dígito. Creemos que el SELIC se situará en el 9,5% al final de este año, pero niveles aun más bajos no pueden ser descartados. En cuanto a 2013 existen altas probabilidades de que el SELIC no sea ajustado al alza.
- **Cumplir el objetivo fiscal de este año será difícil, pero no improbable** El descenso de los ingresos y las mayores presiones sobre los gastos públicos conllevarán que el gobierno tenga menos margen de maniobra en el frente de la política fiscal. No obstante, el compromiso para con la solvencia fiscal deben determinar el cumplimiento de la meta fiscal para el año.

Índice

1. Resumen: Desaceleración global y recesión en Europa.....	3
2. La actividad se acelerará en el transcurso de 2012 después de haberse estancado a finales de 2011.....	5
3. Inflación: moderándose, no convergiendo, y todavía importante fuente de riesgos.....	7
4. Hacia un SELIC de un solo dígito.....	9
5. Cumplir el objetivo fiscal de este año; difícil, aunque no improbable.....	10
6. El empeoramiento de los términos de intercambio supondrá un deterioro de las cuentas externas.....	12
7. Las repercusiones de un aumento de los problemas de Europa sobre Brasil son potencialmente altas.....	13
8. Tablas de previsiones.....	14

Fecha de cierre: 10 de febrero de 2012

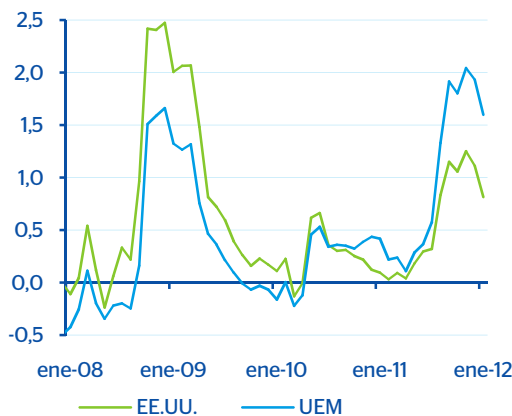
1. Resumen: Desaceleración global y recesión en Europa

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con un crecimiento negativo ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (véase gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

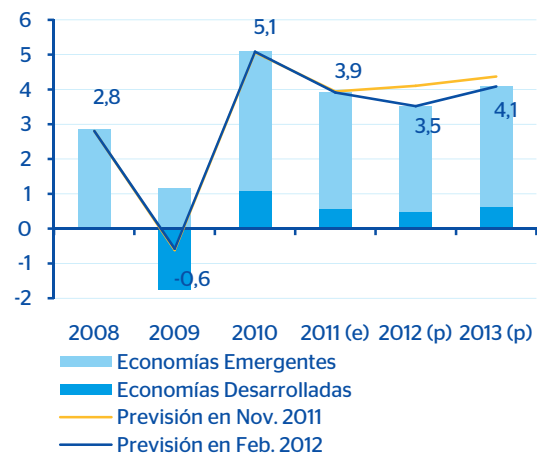
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0.6pp en 2012 y 0.3pp en 2013, hasta 3.5% y 4.1%, respectivamente (gráfico 2).

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados

marcadamente a la baja.. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, -principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal- es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo. La rápida implementación de esa parte del "gran acuerdo" implícito entre los países centrales de Europa y la periferia permitirá que la discusión gire hacia la implementación de dos medidas urgentes para reducir el estrés soberano en Europa. En primer lugar, un aumento rápido de los recursos disponibles para construir un cortafuegos soberano alrededor de Grecia, quizás con una acción más decidida por parte del BCE; en segundo lugar, tener en cuenta el efecto negativo de un ciclo más débil sobre la capacidad de la mayoría de los países europeos para cumplir los objetivos de déficit acordados con la UE.

El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfico 1). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Contrariamente a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace 3 meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo, esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo. En definitiva, hacia delante vemos más riesgos a la baja que al alza en los EE.UU.

Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyados en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la caída de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza en "cámara lenta"). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros en la región, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y menores tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionistas y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

2. La actividad se acelerará en el transcurso de 2012 después de haberse estancado a finales de 2011

La actividad económica se enfrió en el segundo semestre de 2011 como consecuencia de las repercusiones negativas de un entorno global turbulento y el impacto retrasado de las políticas más restrictivas implementadas en el primer semestre del ejercicio. El PIB sorprendió a los analistas a la baja, manteniéndose estable (0% t/t) en el tercer trimestre, aunque todo apunta a que se haya recuperado mínimamente (0,3% t/t) el último trimestre del año. Por consiguiente, la evolución del PIB en el segundo semestre de 2011 fue significativamente más moderada que en el primero, cuando el crecimiento trimestral rondaba el 1,0% t/t. La desaceleración de finales de 2011 justifica una revisión a la baja de nuestras previsiones del PIB. Más exactamente, creemos que en 2011 el PIB creció solamente un 2,8%, cifra inferior a nuestras previsiones anteriores (3,2%) y, lo más importante, significativamente por debajo de la tasa de crecimiento observada en 2010 (7,5%).

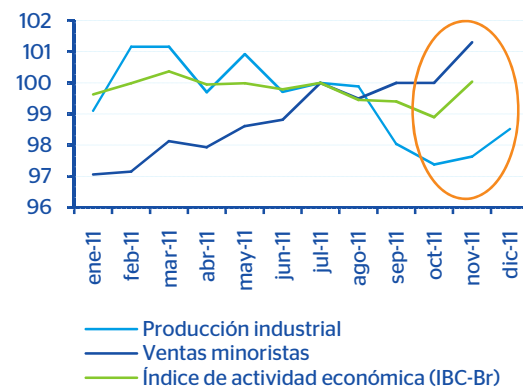
A pesar de que el panorama general del segundo semestre de 2011 no fue de lo más positivo, los datos de alta frecuencia muestran que la economía mostró indicios de recuperación en noviembre y diciembre y que, en lo que respecta a la actividad económica, lo peor ya ha pasado (véase el Gráfico 3). Esta recuperación fue impulsada, de una parte, por una ligera mejoría del entorno global y, de la otra, por la adopción de políticas de apoyo al crecimiento (reducción

del SELIC, anuncio de medidas de prudencia macroeconómica para facilitar la concesión de créditos y bajada de impuestos a los bienes de consumo, a los créditos y a los capitales extranjeros de largo plazo). De hecho, estos factores seguirán influyendo durante 2012, y deberían ayudar a sustentar el dinamismo de la actividad interna en el transcurso del año. Además, en 2012 el crecimiento se apoyará en el aumento del 15% del salario mínimo otorgado en enero, por un mercado de trabajo todavía muy dinámico y por las inversiones públicas y privadas de cara a la Copa del Mundo de 2014 y a los Juegos Olímpicos de 2016.

Para este año vemos dos momentos diferentes. En el primer semestre, el crecimiento trimestral no será significativamente superior al 1,0% t/t, en tanto que en el segundo posiblemente crecerá bastante por encima de esta cifra (véase el Gráfico 4). Esta aceleración será, sobre todo, consecuencia del impacto retardado de la flexibilización monetaria implementada desde agosto de 2011. En otras palabras, el apoyo positivo aportado por la bajada de los tipos de interés se sentirá mayormente en el segundo semestre del año, dado que normalmente los ajustes del SELIC tardan entre 2 y 3 trimestres en hacerse sentir de manera más fuerte.

Gráfico 3

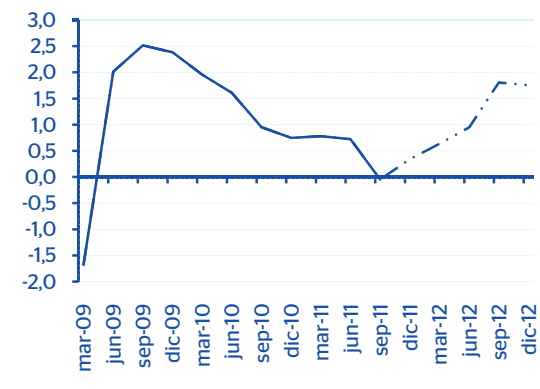
Indicadores de actividad (desestacionalizados)



Fuente: IBGE, Banco Central de Brasil

Gráfico 4

PIB (% t/t desestacionalizado)



Fuente: IBGE, BBVA Research

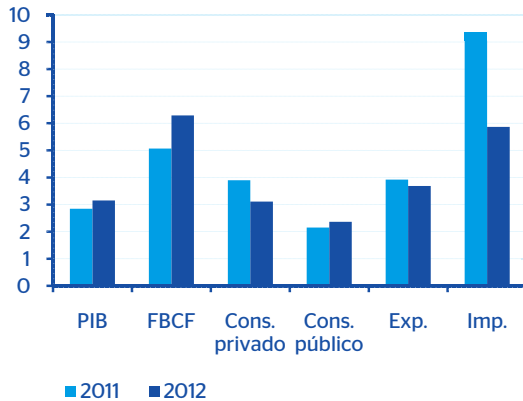
Al igual que en los últimos años, también en 2012 la demanda interna será el motor de crecimiento de Brasil. Creemos que el consumo privado, que supone en torno al 60% del PIB, crecerá un 3,1% en 2012 frente al 3,9% de 2011. Esta moderación se debe al “aterizaje suave” del mercado de trabajo que se prevé para este ejercicio, y también al deterioro de la confianza de los consumidores como consecuencia de las turbulencias de la economía global. Sin embargo, los otros dos componentes de la demanda interna —el consumo público y las inversiones en capital fijo— que suponen el 21% y el 18% del PIB, respectivamente, deberían recuperarse ligeramente en el transcurso del año. El primero posiblemente crezca un 2,4%, apenas más que el año pasado, cuando se estima que la expansión alcanzó el 2,1%. En cuanto a las inversiones en capital fijo, se beneficiarán de los esfuerzos de las autoridades para incrementar las inversiones en infraestructuras y de las necesidades relativas a la organización de la Copa del Mundo de 2014 y de los Juegos Olímpicos de 2016. Las inversiones de capital fijo, que el año pasado crecieron un 5,1%, posiblemente se incrementará un 6,3%.

En lo que respecta a la demanda externa, creemos que las exportaciones crecerán este año un 3,7%, menos que el 3,9% calculado para 2011, y también menos que el avance previsto de las importaciones, el 5,9%. El importante incremento de las importaciones es compatible con la brecha de crecimiento entre la economía local y las exteriores (es decir, la relativa solidez de la economía brasileña en comparación con la debilidad de las economías de los países desarrollados).

Es importante destacar que, en 2012, el PIB se beneficiará mucho menos de los efectos estadísticos (es decir, del efecto “carry-over”, que es precisamente el cuanto crecería el país si el PIB se mantuviese constante al mismo nivel que el observado el último trimestre del año anterior). Más exactamente, este efecto aportará un 0,4% al crecimiento de este año, frente al 1,4% de 2011.

Gráfico 5

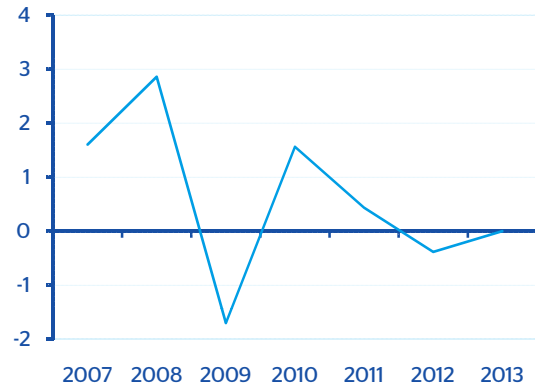
Previsiones de crecimiento del PIB por componentes de demanda (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 6

Brecha de producto (%)



Fuente: BBVA Research

En general, creemos que en 2012 el PIB crecerá un 3,2%, cifra insuficiente para cerrar la brecha de producto (véase el Gráfico 6), aunque por el otro lado se trata de un resultado relativamente bueno considerando la anemia de la economía global. De cara a 2013, todo apunta a que el crecimiento seguirá acelerándose, con el PIB avanzando un 4,3% y la actividad económica cerrando la brecha de producto.

Por consiguiente, en nuestra opinión Brasil será capaz de seguir creciendo, aunque más no sea a ritmo moderado, a pesar de la desaceleración generalizada de las economías de los países desarrollados. En cierta medida, la solidez de la economía brasileña estará determinada por la solidez de China y de los precios de las materias primas. Sin embargo, también se explica por la magnitud del mercado interno de Brasil, por el margen que el país tiene para implementar políticas anticíclicas, por la fortaleza del sistema financiero (y del sector privado en general), y por cuentas públicas y exteriores relativamente saneadas. A diferencia de lo que ocurrió al estallar la crisis en 2008-2009, el país se beneficiará de un efecto positivo: mientras que cuando cayó Lehman Brothers la solidez de la economía brasileña sorprendió a la mayoría, en esta ocasión los mercados sí esperan que Brasil (y otras economías emergentes) respondan (relativamente) bien a una crisis externa. Esto nos ayuda a entender por qué la economía brasileña está hoy en mejor posición que otras (y también que en 2008-2009) para hacer frente a una crisis externa. No obstante, esto no significa que el país podrá “desacoplarse”. Si el escenario exterior se deteriora agudamente (debido a un “evento extremo” en Europa, por ejemplo), la economía brasileña resultará significativamente castigada. Analizamos este escenario de riesgo para el país en la última sección de este informe. Las demás secciones de la este Situación Brasil tratan otros aspectos de nuestro escenario base para el país.

3. Inflación: moderándose, no convergiendo, y todavía importante fuente de riesgos

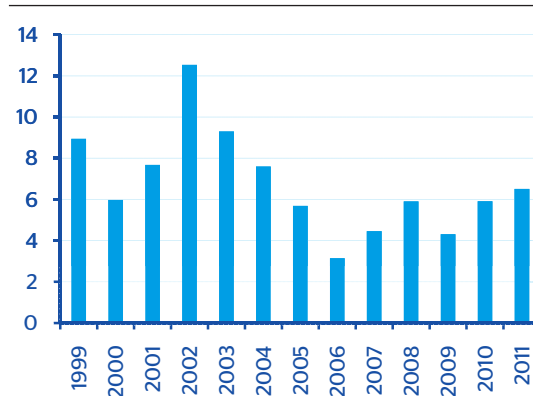
Según nuestras estimaciones, la brecha de producto era negativa a finales de 2011, lo que implica que la economía cerró el año por debajo de su potencial (véase el Gráfico 6). No obstante, en 2011 la inflación alcanzó un 6,5%, en el límite superior del rango-meta (2,5%-6,5%) y la cifra más alta desde 2004 (véase el Gráfico 7). El vigor de la inflación estuvo determinado por un choque de la oferta que empujó hacia arriba a los precios de los alimentos a principios del año pasado, así

como por la solidez del mercado laboral (que se mantuvo muy robusto durante el año a pesar de la desaceleración observada el segundo semestre) y por la conocida inercia de los precios en Brasil.

La inflación anual debería descender desde el 6,5% al 5,2% en abril. Esta tendencia a la baja está más relacionada con un efecto base alto que con un descenso significativo de las presiones de la demanda: en los primeros cuatro meses de 2011, el promedio de la inflación fue un 0,8% m/m, y para este año anticipamos una media del 0,5% m/m. Una vez desaparecidos los efectos base, creemos que la inflación tiene un margen muy limitado para seguir bajando (véase el Gráfico 9), ya que el aumento de los bienes no comercializables se mantendrá sólida (actualmente, en torno al 8,6%). Más exactamente, esperamos que la inflación se sitúe en la banda del 5,2% al 5,6% a partir de abril, quedando en el 5,4% al cierre del año. Por consiguiente, no compartimos la opinión del BC de que se producirá una convergencia hacia el objetivo cuando acabe el año. Creemos que sería necesario un panorama mundial mucho peor que el que nosotros (e incluso el Banco Central) incorporamos en nuestros escenarios de referencia para que en 2012 la inflación llegue al 4,5%.

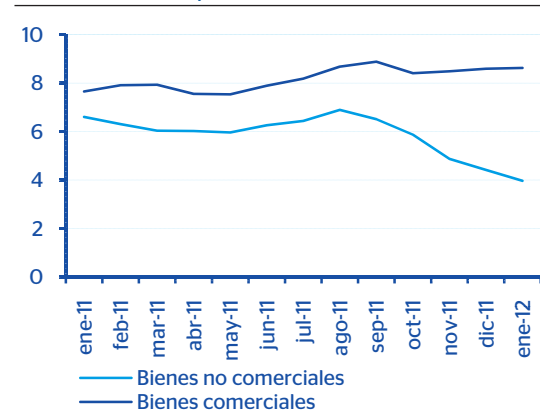
De cara al futuro, el escenario de inflación para 2013 tampoco es muy favorable. Prevedemos que la media será del 5,5% y que ese año acabará en el 5,6%, dado que la demanda interna crecerá en torno al 5% y la brecha de producto se cerrará.

Gráfico 7
IPCA (%)



Fuente: IBGE

Gráfico 8
Inflación de bienes
comercializables y no comercializables (% a/a)



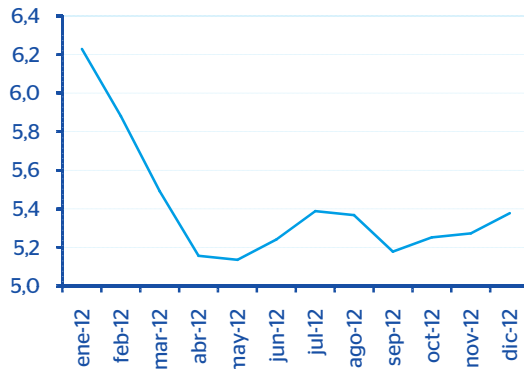
Fuente: Banco Central de Brasil

Como puede verse en el Gráfico 10, en Brasil los períodos de inflación inferior al 4,5% son la excepción y no la regla. De hecho, la marca del 4,5% parece más un suelo que un objetivo. Desde que se adoptó por primera vez el sistema de metas de inflación, en 1999, la inflación estuvo por debajo del 4,5% solamente un 20% del tiempo y únicamente en tres períodos: i) el primer semestre de 1999; ii) desde mayo de 2006 a diciembre de 2007; iii) desde agosto a diciembre de 2009. En el primer y tercer casos, el país se enfrentaba a serios riesgos de recesión¹, en tanto que en 2006-2007, aunque la economía no estaba en recesión, los tipos de interés reales eran muy altos, en torno al 10%.

En nuestra opinión, al país lo beneficiaría la reapertura del debate acerca de medidas para bajar la inflación, como la revisión de algunos mecanismos de indexación o la fijación de metas de inflación más bajas. Aunque no creemos que sea especialmente probable, tampoco nos sorprendería que este tema saltase antes de lo previsto, en el marco de las discusiones por bajar de manera permanente los tipos de interés internos, uno de los principales objetivos de este gobierno.

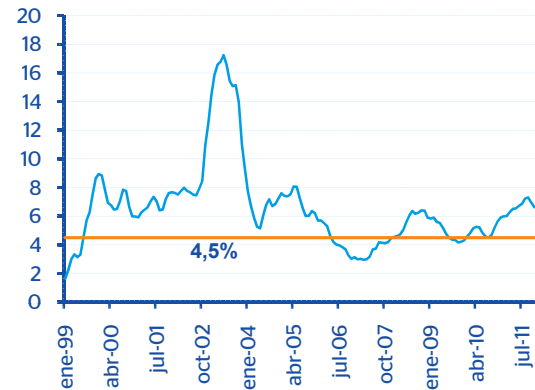
¹ En 1999, la economía mundial todavía se estaba recuperando de la peor crisis asiática, y los precios de Brasil todavía reflejaban la sobrevaloración del real, que a la sazón se había mantenido prácticamente fijo durante muchos años. Diez años después, el país se enfrentaba a los efectos de la crisis de Lehman Brothers.

Gráfico 9
Previsiones de inflación (% a/a)



Fuente: IBGE

Gráfico 10
IPCA (a/a %)



Fuente: Banco Central de Brasil

4. Hacia un SELIC de un solo dígito

Tras cuatro bajadas consecutivas de 50 pb de los tipos de interés, que hicieron descender al SELIC hasta el 10,5%, el Comité de Política Monetaria (COPOM) del Banco Central, en las actas de su última reunión publicadas a finales de enero, atribuyó una alta probabilidad a una situación en que el SELIC bajara hasta un solo dígito. La percepción generalizada es que la flexibilización monetaria continuará los próximos meses. En BBVA Research creemos que habrá dos recortes adicionales de 50 pb: el primero en marzo y el segundo en abril. Posteriormente, pensamos que lo más probable es que el SELIC se mantenga constante en el 9,50% durante el resto del año, aunque la reciente flexibilidad del Banco Central no nos hace descartar recortes adicionales.

Un SELIC al 9,50% supondría un tipo de interés real de aproximadamente el 4,0%, un mínimo histórico en este país. Como indica el Gráfico 11, los tipos de interés reales de Brasil han venido descendiendo gradualmente los últimos años. Este descenso se debe, en parte, al enfriamiento de la economía global de los últimos años, aunque también a una serie de factores internos, como los señalados por el COPOM en sus actas más recientes: bajada de la prima de riesgo (por “cumplir los objetivos de inflación por octavo año consecutivo, por su estabilidad macroeconómica y por los avances institucionales”), un cambio en la estructura de los mercados financiero y de capitales, profundización de los mercados de crédito, reducción de la deuda pública, y creciente afluencia (y más barata) de ahorro exterior. A pesar de la tendencia a la baja, nuestra evaluación es que en este momento los tipos de interés neutros se sitúan entre el 5,0% y el 6,0%; es decir, mayores que el tipo de interés real que prevemos ver en 2012.

Mantener los tipos de interés reales por debajo de los tipos neutros alimentará presiones inflacionarias, al menos si la aversión global a asumir riesgos no se deteriora. Sin embargo, a diferencia de lo que en este momento prevé la mayoría de los analistas, no creemos que este desajuste vaya a corregirse en 2013. Más exactamente, creemos más probable que el tipo del SELIC se mantenga estable en el 9,5%, y que el tipo de interés real cerrará el año que viene en torno al 4,0%. Esto contrasta con la opinión predominante en los mercados: que el SELIC se ajustará al alza hasta el 10,75%, y que el tipo de interés real se situarán en torno al 5,75% hacia finales de 2013.

Fundamentamos nuestra opinión de que los tipos de interés no serán ajustados significativamente el próximo año en una serie de factores: i) la clara flexibilidad de este Banco Central; ii) la voluntad de la institución de ajustar la inflación a la banda ancha (2,5%-6,5%) en lugar de aferrarse al objetivo central (4,5%); iii) la intención del gobierno de bajar de manera

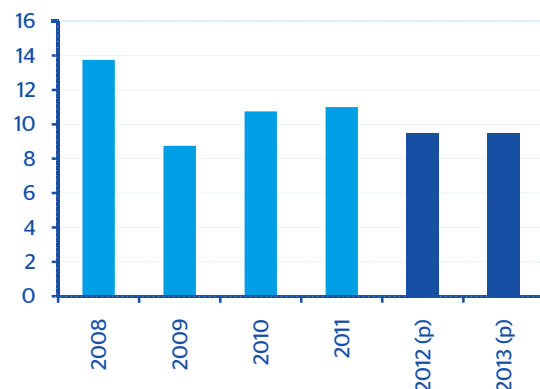
permanente los tipos de interés; iv) nuestras previsiones de que el sector público cumplirá sus objetivos fiscales en 2012 y en 2013 (ampliamos información sobre el tema en la sección sobre política fiscal abajo); v) un sector externo relativamente favorable (es decir, crecimiento y tipos de interés bajos en los países desarrollados); vi) la posibilidad de usar otras herramientas, como las medidas macro-prudenciales, para mitigar las presiones de la demanda interna; vii) elevación de las notas de la deuda pública por las agencias de calificación; y viii) la posibilidad de implementar algunas reformas estructurales (como la de la seguridad social para los empleados públicos y el cambio de las normas de remuneración de algunos depósitos bancarios, las "contas de poupança", que actualmente impiden que el SELIC caiga más significativamente).

Gráfico 11
Tipo de interés real (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 12
SELIC (%; final del período)



Fuente: Banco Central de Brasil, BBVA Research

5. Cumplir el objetivo fiscal de este año; difícil, aunque no improbable

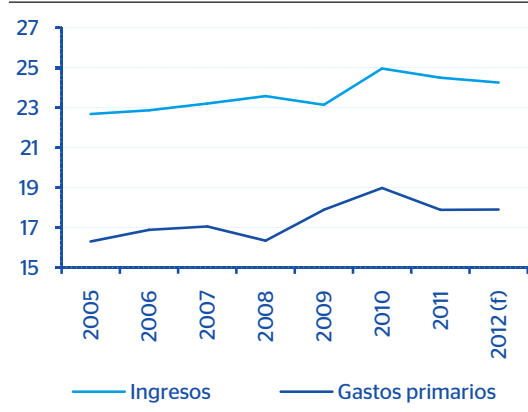
Hace un año, a principios de 2010, el gobierno preparaba algunos recortes del gasto para cumplir el objetivo fiscal del año. Los recortes fueron anunciados en febrero, pero a la sazón pocos creían en las posibilidades de cumplir el objetivo. Al cierre del ejercicio, el gobierno declaró un superávit primario del 3,1%, cumpliendo así el objetivo. Las dificultades para cumplir el objetivo este año son mayores, aunque creemos que lo que pasó en 2011 se repetirá y que el gobierno tendrá margen para cumplirlo un año más. Esto reforzaría el compromiso de las autoridades para con la solvencia fiscal, y facilitaría la tarea del BC.

Cumplir el objetivo fiscal será este año más difícil que en 2011, ya que no se prevé que los ingresos repitan el dinamismo del año anterior, y porque el gasto se verá presionado por el aumento del 15% del salario mínimo, así como por las inversiones públicas en infraestructuras.

Los ingresos públicos de 2011 se beneficiaron de los extraordinarios resultados de la demanda interna de 2010 (+10,9%), consecuencia del retardo natural en el pago de algunos impuestos (como el de la renta). Dado que en 2011 la demanda interna creció menos del 4,0%, este efecto no será tan positivo como en 2011. Además, es poco probable que el incremento de los ingresos debido a la mejora de la recaudación y al creciente grado de formalización de la economía se repitan en 2012. Lo mismo podría decirse de los ingresos extraordinarios, aunque los generados por la concesión de algunos servicios públicos (por ejemplo, la gestión aeroportuaria) al sector privado podrían sorprender favorablemente este año. En general, creemos que los ingresos del gobierno federal crecerán este año en un 2,0%-3,0% en términos reales, frente al 11,0% de 2011.

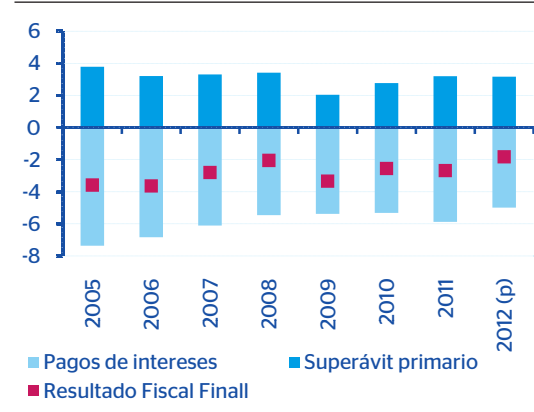
En medio de las presiones provocadas por el ajuste del salario mínimo y por las inversiones públicas, el gobierno federal deberá imponer una disciplina de gasto muy estricta para cumplir el objetivo fiscal. Más exactamente, tendrá que impedir que los gastos primarios (que excluyen el pago de intereses) crezcan más del 4,0% (en términos reales) este año. Se trata de algo viable, aunque con un alto coste político, sobre todo en año electoral (en octubre se elegirán los alcaldes y concejos municipales).

Gráfico 13
Ingresos y gastos primarios del gobierno federal (% del PIB)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14
Cuentas fiscales: sector público consolidado (% del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil, BBVA Research

Como puede verse en el Gráfico 14, se cree que el gasto por pago de intereses bajará desde el 5,9% de 2011 al 4,9% en 2012, en línea con una significativa reducción del SELIC (que el año pasado registró una media del 11,7%, frente al 9,7% previsto para este año). Por cuanto esperamos que el superávit primario se situará en torno al 3,1%, creemos que el déficit fiscal total del año será del 1,8%.

El crédito público y las medidas macro-prudenciales tendrán una creciente influencia en la gestión macroeconómica

Dado que la política fiscal se verá restringida por el compromiso de cumplir el objetivo del superávit primario y la política monetaria se verá restringida por la decisión de las autoridades de bajar el SELIC, creemos que el gobierno se apoyará más en el crédito de la banca pública y en las medidas macro-prudenciales para gestionar la situación macroeconómica.

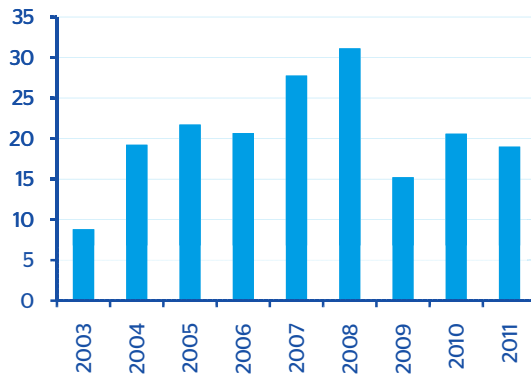
Por consiguiente, durante el año, el gobierno (en especial si la actividad no repunta con más brío en el primer semestre) podría anunciar más medidas macro-prudenciales, como las anunciadas durante el segundo semestre de 2011 cuando la evolución de la actividad sorprendió desfavorablemente y la economía se estancó (por ejemplo, la reducción del impuesto sobre las operaciones financieras y los requisitos de capital para los créditos al consumo). Además, la banca pública podría ser orientada a agilizar las concesiones de crédito para favorecer la demanda interna, como en 2008-2009 y, más recientemente, a finales de 2011.

Esto podría impedir que en 2012 se moderase el crecimiento del crédito. Creemos más probable que se mantenga en torno al 20% (la expansión en 2010 y 2011 fue del 21% y el 19%, respectivamente), en lugar de moderarse significativamente (el BC prevé un crecimiento del 15%). Además, la cuota del crédito público, que subió desde el 34% de principios de 2008 al 44% de finales de 2011, seguramente seguirá creciendo este año. La significativa expansión del crédito de la banca pública debería ser cuidadosamente vigilada, ya que a largo plazo podría ser causa de problemas.

Cuando en 2013 se cierre la brecha de producto y se intensifiquen las presiones inflacionarias, las medidas de macro-prudenciales deberían ajustarse para desacelerar la demanda interna y los precios. De hecho, creemos que medidas como el aumento de los

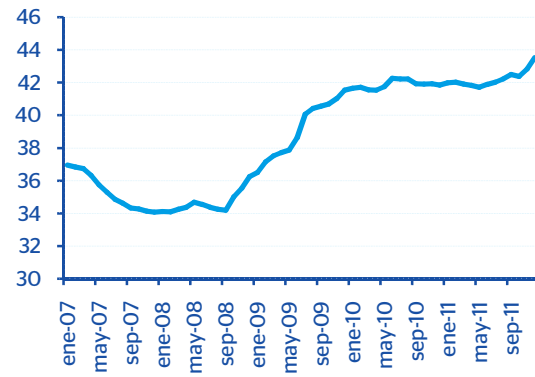
requisitos de capital y de reservas darán al Banco Central más margen para mantener estable al SELIC (o, al menos, para limitar eventuales subidas) en 2013.

Gráfico 15
Evolución del crédito (%)



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 16
Crédito público (% del crédito total)



Fuente: BBVA Research, Banco Central do Brasil

6. El empeoramiento de los términos de intercambio supondrá un deterioro de las cuentas externas

En línea con la desaceleración del crecimiento global, creemos que los precios de las materias primas se moderarán y perjudicarán los términos de intercambio brasileños (el cociente entre el precio de las exportaciones y el precio de las importaciones). Como puede apreciarse en el Gráfico 17, estimamos que el precio de las exportaciones brasileñas caerá en torno al 7%, y que el precio de las importaciones se mantendrá prácticamente constante. En consecuencia, las condiciones de intercambio retrocederán un 8% (manteniéndose, sin embargo, un 23% por encima de la media del período 1997-2010). Según nuestras estimaciones, este ajuste contribuirá a bajar el superávit comercial desde los 29.800 millones de dólares (1,2% del PIB) de 2011 a unos 10.000 millones de dólares (0,4% del PIB) en 2012. La relativa solidez de la demanda interna de Brasil será otro factor que impulse esta reducción.

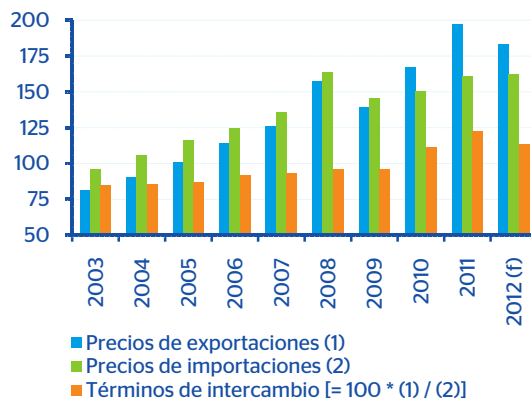
La erosión del superávit comercial presionará a la baja el déficit por cuenta corriente, que, con un 2,0% del PIB, se mantiene estable desde mediados de 2010. Además, los otros dos componentes de la cuenta corriente (las cuentas de servicios y de ingresos) seguirán registrando un significativo déficit. En consecuencia, prevemos que el déficit por cuenta corriente pasará de la banda del 2,0% al 2,3% en que se mantiene desde 2010, y superará el 3,0% este año.

Esto dejará al país más expuesto a las fluctuaciones del humor global, aunque no necesariamente tendrá que ser un gran problema, al menos mientras el capital extranjero siga llegando al país, como lo hizo en 2011. La inversión extranjera directa (IED), la fuente de financiación más estable, alcanzó en 2011 el 2,8% del PIB, el valor más alto en casi una década. La IED se mantendrá sólida en 2012, aunque no tanto como en 2011. Creemos que la entrada de IED se situará en el 2,2%. Se prevé que las entradas de cartera serán, como mínimo, tan importantes como las de 2011, cuando los flujos de entrada netos supusieron el 1,0% del PIB (bastante menos que el 3,0% de 2009 y de 2010). En todo caso, el país cuenta con grandes reservas internacionales (aproximadamente el 15% del PIB), que constituyen un seguro contra el deterioro de la situación exterior y contra las salidas de capitales.

Teniendo en cuenta el retroceso de los términos de intercambio, el todavía volátil escenario exterior y las perspectivas de entradas de capitales, creemos que el real se mantendrá en la banda de 1,7 a 1,8 en lo que resta del año. Las presiones apreciatorias, que eventualmente podrían empujar al tipo de cambio por debajo de la marca de 1,70 por dólar, serán contrarrestadas en cierta medida por la intervención de las autoridades en los mercados de cambio.

Gráfico 17

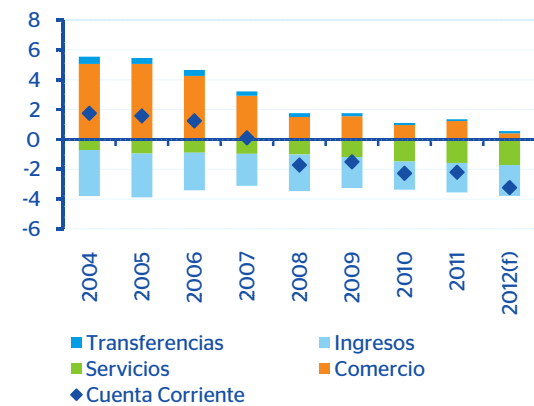
Precios de exportaciones e importaciones; Términos de intercambio (índice: 1997 = 100)



Fuente: BBVA Research, IPEADATA

Gráfico 18

Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil, BBVA Research

7. Las repercusiones de un aumento de los problemas de Europa sobre Brasil son potencialmente altas

El principal riesgo para nuestro escenario de referencia de la economía brasileña procede del afuera: más exactamente, del deterioro de la situación en Europa.

Por consiguiente, hemos simulado las consecuencias que un importante trastorno en Europa podría tener en Brasil. Para ser más precisos, elaboramos un escenario global de riesgo en el que el cierre de los mercados de crédito de los países periféricos de Europa genera una crisis crediticia en la periferia y graves restricciones en los países centrales del continente, con una caída del PIB del 3,5% en 2012 y del 1,5% en 2013 (frente al descenso del 0,5% en 2012 y una expansión del 1,0% que incorporamos en nuestro escenario de referencia). En EE.UU., el incremento de la aversión al riesgo se sitúa en torno al 30% de la subida en ocasión de la crisis de Lehman Brothers, y la actividad cae un 1,6% y un 0,3% en 2012 y 2013, respectivamente (siendo que en el escenario de referencia prevemos un crecimiento del 2,3% y del 2,2% para 2012 y 2013). En este escenario de riesgo, la reducción de la demanda de parte de Europa y de EE.UU., así como la intensificación de la aversión global al riesgo, tendría efectos netos relativamente modestos sobre China, donde el margen existente para los estímulos sería suficiente como para garantizar un suelo del 7% al índice de crecimiento chino.

En un escenario de riesgo así, la economía brasileña resultaría castigada sobre todo por el deterioro de la confianza interna y por las repercusiones negativas sobre el comercio. De una parte, la caída de los niveles de confianza provocaría un descenso del crecimiento de la demanda interna, mientras que de la otra el empeoramiento de los términos de intercambio y la bajada de la demanda global conllevarían un descenso de las exportaciones en comparación tanto con el escenario básico como con los resultados de las importaciones en este escenario de riesgo.

Para mitigar el impacto del trastorno externo, el Banco Central recortaría el SELIC hasta el 8%, así como anunciaría medidas macro-prudenciales para estimular el crédito. La aportación de la política fiscal sería positiva, aunque no muy significativa (pues podría reducir el margen de maniobra para una política monetaria más expansiva). Aunque los problemas de liquidez no serían tan graves como en 2008-2009, el gobierno inyectaría liquidez en divisas vendiendo dólares, y en moneda local reduciendo los requisitos de reservas bancarias.

Estas políticas anticíclicas sustentarán la demanda interna y evitarían que el país entrase en recesión. Más precisamente, estimamos que el PIB podría crecer un 0,9% en 2012 y un 2,6% en 2013 (frente al 3,2% y el 4,3% del escenario de referencia). La inflación alcanzaría el 4,9% en 2012 y el 4,7% en 2013, todavía por encima de la meta, ya que la solidez relativa de la demanda interna y un real más débil contrarrestarían los efectos de la bajada de los precios de las materias primas. La cuenta corriente podría seguir deteriorándose y alcanzar el 3,4% en 2012 y el 4,0% en 2013. No obstante, ante tal situación cumplir el objetivo fiscal no sería prioritario. El superávit primario fluctuaría en torno al 2,5% en 2012-13.

8. Tablas de previsiones

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	7,5	2,8	3,2	4,3
Inflación (% a/a, fdp)	5,0	6,5	5,4	5,6
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	1,75	1,67	1,77	1,88
Tipos de interés (% fdp)	10,00	11,0	9,50	9,50
Consumo privado (% a/a)	7,0	3,9	3,1	4,4
Consumo público (% a/a)	3,3	2,2	2,4	2,8
Inversión (% a/a)	22,0	5,1	6,3	8,0
Balanza fiscal (% PIB)	-2,5	-2,6	-1,8	-1,3
Cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-2,2	-3,2	-3,6

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a)	Tipo de cambio (frente al USD)	Tipo de interés (%)
1T10	9,3	4,9	1,80	8,75
2T10	8,8	5,1	1,80	9,75
3T10	7,1	4,6	1,74	10,75
4T10	5,4	5,6	1,69	10,75
1T11	4,1	6,1	1,66	11,42
2T11	3,2	6,6	1,58	12,08
3T11	2,2	7,1	1,66	12,17
4T11	1,8	6,7	1,81	11,17
1T12	1,7	5,9	1,80	10,33
2T12	1,9	5,2	1,78	9,50
3T12	3,8	5,3	1,76	9,50
4T12	5,2	5,3	1,76	9,50

Fuente: BBVA Research

DISCLAIMER

This document and the information, opinions, estimates and recommendations expressed herein, have been prepared by Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (hereinafter called "BBVA") to provide its customers with general information regarding the date of issue of the report and are subject to changes without prior notice. BBVA is not liable for giving notice of such changes or for updating the contents hereof.

This document and its contents do not constitute an offer, invitation or solicitation to purchase or subscribe to any securities or other instruments, or to undertake or divest investments. Neither shall this document nor its contents form the basis of any contract, commitment or decision of any kind.

Investors who have access to this document should be aware that the securities, instruments or investments to which it refers may not be appropriate for them due to their specific investment goals, financial positions or risk profiles, as these have not been taken into account to prepare this report. Therefore, investors should make their own investment decisions considering the said circumstances and obtaining such specialized advice as may be necessary. The contents of this document is based upon information available to the public that has been obtained from sources considered to be reliable. However, such information has not been independently verified by BBVA and therefore no warranty, either express or implicit, is given regarding its accuracy, integrity or correctness. BBVA accepts no liability of any type for any direct or indirect losses arising from the use of the document or its contents. Investors should note that the past performance of securities or instruments or the historical results of investments do not guarantee future performance.

The market prices of securities or instruments or the results of investments could fluctuate against the interests of investors. Investors should be aware that they could even face a loss of their investment. Transactions in futures, options and securities or high-yield securities can involve high risks and are not appropriate for every investor. Indeed, in the case of some investments, the potential losses may exceed the amount of initial investment and, in such circumstances, investors may be required to pay more money to support those losses. Thus, before undertaking any transaction with these instruments, investors should be aware of their operation, as well as the rights, liabilities and risks implied by the same and the underlying stocks. Investors should also be aware that secondary markets for the said instruments may be limited or even not exist.

BBVA or any of its affiliates, as well as their respective executives and employees, may have a position in any of the securities or instruments referred to, directly or indirectly, in this document, or in any other related thereto; they may trade for their own account or for third-party account in those securities, provide consulting or other services to the issuer of the aforementioned securities or instruments or to companies related thereto or to their shareholders, executives or employees, or may have interests or perform transactions in those securities or instruments or related investments before or after the publication of this report, to the extent permitted by the applicable law.

BBVA or any of its affiliates' salespeople, traders, and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to its clients that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed herein. Furthermore, BBVA or any of its affiliates' proprietary trading and investing businesses may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations expressed herein. No part of this document may be (i) copied, photocopied or duplicated by any other form or means (ii) redistributed or (iii) quoted, without the prior written consent of BBVA. No part of this report may be copied, conveyed, distributed or furnished to any person or entity in any country (or persons or entities in the same) in which its distribution is prohibited by law. Failure to comply with these restrictions may breach the laws of the relevant jurisdiction.

In the United Kingdom, this document is directed only at persons who (i) have professional experience in matters relating to investments falling within article 19(5) of the financial services and markets act 2000 (financial promotion) order 2005 (as amended, the "financial promotion order"), (ii) are persons falling within article 49(2) (a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations, etc.") Of the financial promotion order, or (iii) are persons to whom an invitation or inducement to engage in investment activity (within the meaning of section 21 of the financial services and markets act 2000) may otherwise lawfully be communicated (all such persons together being referred to as "relevant persons"). This document is directed only at relevant persons and must not be acted on or relied on by persons who are not relevant persons. Any investment or investment activity to which this document relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. The remuneration system concerning the analyst/s author/s of this report is based on multiple criteria, including the revenues obtained by BBVA and, indirectly, the results of BBVA Group in the fiscal year, which, in turn, include the results generated by the investment banking business; nevertheless, they do not receive any remuneration based on revenues from any specific transaction in investment banking.

BBVA is not a member of the FINRA and is not subject to the rules of disclosure affecting such members.

"BBVA is subject to the BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations which, among other regulations, includes rules to prevent and avoid conflicts of interests with the ratings given, including information barriers. The BBVA Group Code of Conduct for Security Market Operations is available for reference at the following web site: www.bbva.com / Corporate Governance".

BBVA is a bank supervised by the Bank of Spain and by Spain's Stock Exchange Commission (CNMV), registered with the Bank of Spain with number 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
Coordinación Latam

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@bbva.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@grupobbva.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 - 7th floor
28046 Madrid (Spain)
Tel.: +34 91 374 60 00 and 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com