

Situación Brasil

Tercer Trimestre 2012
Análisis Económico

- **El crecimiento económico mundial se recuperará gradualmente en 2013**, a medida que las autoridades europeas y estadounidenses reduzcan las incertidumbres existentes.
- **Brasil crecerá menos que en 2011 y, seguramente, no mucho más del 2,0% en 2012**, pues existen factores externos e internos que pesan sobre la economía.
- **El ciclo de relajación monetaria aún debe continuar**, aunque la tendencia descendente de la inflación ha llegado a su fin.
- **La desaceleración del crédito y la pérdida de competitividad del sector manufacturero** son un problema para los responsables de la política y emiten señales de alerta en relación al agotamiento del modelo macroeconómico de Brasil.
- **Brasil posee herramientas para proteger a la economía frente a una nueva crisis mundial**, que, sin embargo, podría sorprender al país en una posición cíclica mucho más débil que en la anterior crisis de 2008.

Índice

| | |
|--|----|
| 1. Resumen..... | 3 |
| 2. Entorno exterior: desaceleración global y la hora de los políticos..... | 4 |
| 3. Brasil: menos crecimiento y más riesgos..... | 6 |
| Recuadro 1. "Desaceleración en el mercado de crédito: ¿preocupación o alivio?" | 16 |
| Recuadro 2. Brasil y México: Cambio de perspectivas y retos que permanecen | 18 |
| 4. Tablas de previsiones..... | 21 |

Fecha de cierre: 13 de agosto de 2012

1. Resumen

La previsión de crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja, hasta el 3,4% en 2012 y 3,7% en 2013. La revisión está condicionada por las tensiones financieras en Europa y la desaceleración, algo mayor a la esperada hace tres meses, especialmente en las economías emergentes más grandes como China, India o Brasil. Este escenario global supone que se toman los acuerdos políticos necesarios para avanzar en el desarrollo institucional de la unión monetaria europea y también para evitar el ajuste fiscal automático en EEUU.

Brasil crecerá un 2,2% en 2012, por debajo del 2,7% del 2011 y del 3,3% que esperábamos hace algunos meses. Las turbulencias mundiales y los factores internos, como la desaceleración del crédito y la debilidad de la industria, han impedido la recuperación de la economía. Esperamos que la actividad se acelere en el futuro, en línea con el creciente apoyo que proporciona la política monetaria.

La situación de la inflación a corto plazo ha mejorado en línea con el tono negativo de la actividad económica. Sin embargo, prevemos un giro de la reciente tendencia descendente y que la inflación se mantenga por encima del objetivo del 4,5% a lo largo del año debido a la recuperación de la demanda interna, la desaparición de los efectos base positivos y la subida del precio de los alimentos.

El banco central continuará relajando la política monetaria en los próximos meses y mantendrá el foco en los riesgos externos. Esperamos que el tipo SELIC llegue al 7,0% en octubre y que posteriormente se mantenga sin cambios durante un largo periodo.

La recaudación tributaria no será tan alta como en 2011, pero el gobierno aún tendrá espacio para aumentar el gasto primario sin renunciar al objetivo fiscal. La política fiscal será eficaz en relación a la reducción de la deuda pública, pero no necesariamente respecto a la reducción de las presiones inflacionistas.

El real brasileño ha llegado a un nuevo rango más débil (2,0-2,1), donde prevemos que se mantenga a corto plazo. La depreciación de la divisa responde al deterioro del entorno externo, la preocupación por la sostenibilidad del modelo de crecimiento de Brasil, el descenso de los términos de intercambio, la reducción del tipo SELIC y la intervención del gobierno en los mercados de divisas.

Un shock externo, desencadenado por el deterioro de la situación en Europa o por el ajuste fiscal automático en EE. UU., tendría un impacto considerable sobre la economía brasileña. El país tiene un espacio considerable para implementar medidas que protejan a la economía frente a un shock externo importante. Probablemente podría evitarse una recesión profunda, pero el crecimiento del PIB difícilmente sería positivo. Una de las principales vulnerabilidades del país es que, en comparación con 2008, el shock externo podría llegar esta vez en un momento en el que la posición cíclica del país es mucho más débil.

El déficit por cuenta corriente se ha mantenido relativamente estable a lo largo de los últimos meses, pero esperamos cierto deterioro en el futuro. El impacto de un real más débil ha contrarrestado el efecto negativo de unos términos de intercambio más bajos. Por tanto, el déficit por cuenta corriente se ha mantenido cerca del 2,2% del PIB, y esperamos que cierre el año en torno al 2,5%.

El estancamiento de la economía a lo largo del último año ha suscitado muchas dudas en relación con la sostenibilidad del modelo de crecimiento brasileño, basado en la expansión del crédito y el consumo privado. El enfoque constante en la demanda ha generado problemas sustanciales como el incremento de la deuda de los hogares, la apreciación de la divisa y el aumento de los costes laborales (no equiparado por la productividad). Debido a estos problemas, el mercado de crédito se ha desacelerado y la competitividad del sector manufacturero ha disminuido. De cara al futuro, esperamos que la reducción de los tipos de interés, los precios favorables de las materias primas y cierto reajuste (muy limitado) del modelo de crecimiento en favor de la oferta, mantengan al país en la senda del crecimiento, aunque este no será superior al 4% en el mediano-largo plazo. Este escenario presenta un claro sesgo bajista ya que a largo plazo depende de la (incierto) moderación de los mercados de crédito y de la política fiscal.

Dentro de la región, las dudas sobre el sostenimiento del modelo de crecimiento en Brasil contrastan con el tono relativamente más positivo de las ganancias de competitividad en México. De este modo, se alimenta una reversión en las expectativas de los mercados con respecto a estos dos países y crece el riesgo de un arrastre de parte de Sudamérica en caso no se produzca el despegue esperado de la economía brasileña.

2. Entorno exterior: desaceleración global y la hora de los políticos

El crecimiento global ganará tracción sólo si las necesarias medidas de política económica llegan a tiempo

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3,5% en el periodo 2012-2013 (Gráfico 1), pero ello ocurrirá sólo si las necesarias medidas de política económica se aprueban e implementan a tiempo de evitar un “accidente” financiero en Europa, un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos para una supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar sus planes de consolidación fiscal aprobados y las reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del BCE.

En EEUU ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que modere la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente en los próximos meses.

Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en EEUU.

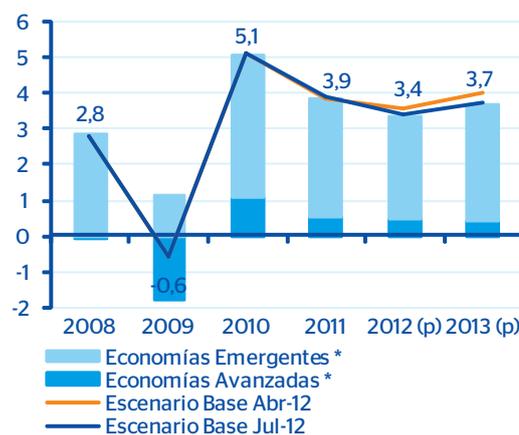
La crisis del euro se mantiene ante la incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de

la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente y que se usen de forma efectiva los mecanismos de estabilización europeos (primero el EFSF y, posteriormente, el permanente ESM) para intervenciones en los mercados de bonos.

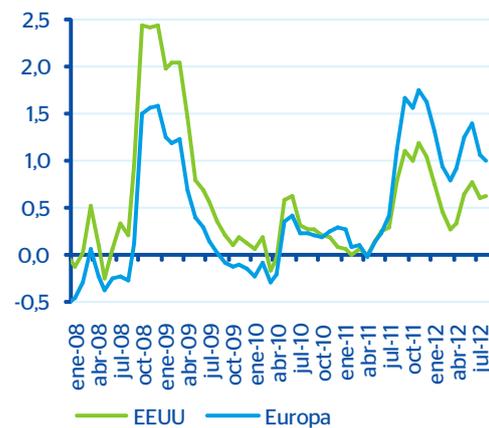
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento del área del euro, como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras (Gráfico 2) y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, por una posible implementación de las medidas aprobadas demasiado larga y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB mundial (%)



* Contribuciones al crecimiento mundial
Fuente: BBVA Research, Haver y Bloomberg

Gráfico 2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos segmentos, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya aumentando paulatinamente.

En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas, pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

3. Brasil: menos crecimiento y más riesgos

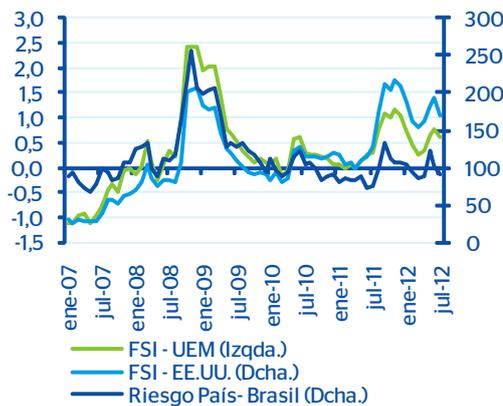
Factores internos y externos impiden una recuperación sólida, por ahora

La economía brasileña está prácticamente estancada desde mediados de 2011. Más exactamente, según el Indicador de actividad mensual del banco central, que es una buena referencia del PIB brasileño, la actividad económica acumula una minúscula expansión del 0,2% en el periodo de 12 meses terminado en mayo. El propio PIB muestra una recuperación muy tímida (el 0,20% intertrimestral en el 1T 2012 y el 4T 2011) después de una pequeña contracción del 0,15% intertrimestral en el 3T 2011. Los datos de PIB del segundo trimestre del año aún no han sido publicados, pero los indicadores de alta frecuencia (como el Indicador de actividad del banco central) sugieren que no cabe esperar una recuperación sustancialmente más sólida en ese periodo.

Existen muchos factores que explican esta moderación del crecimiento. Desde luego, las turbulencias mundiales figuran entre ellos. El estrés financiero de los países desarrollados se mantiene en niveles anormalmente altos y, como era de esperar, acentúa el estrés doméstico, reduce los flujos de entradas de capital, debilita el real brasileño (BRL) y provoca pérdidas en el BOVESPA (vea los Gráficos 3, 4 y 5).

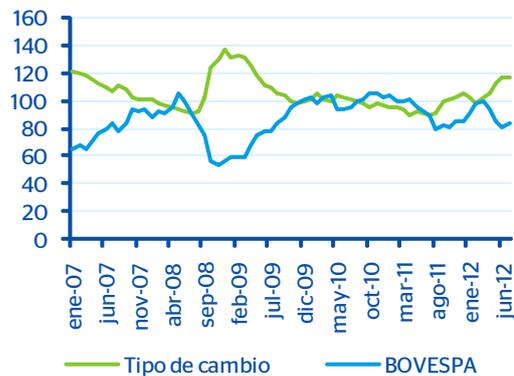
El impacto de las turbulencias externas a través del canal financiero ha sido especialmente importante, al menos en comparación con otros países latinoamericanos (para más detalles sobre el tema, vea el último Situación Latinoamérica de BBVA Research). La causa puede encontrarse en el tamaño y la integración global del mercado financiero brasileño, pero el excesivo optimismo en relación con el país exhibido hasta hace algunos meses también hace que la corrección actual sea más pronunciada de lo que habría sido en otro caso.

Gráfico 3
Índices de tensiones financieras (FSI)
y EMBI Brasil (Índice 2010=100)



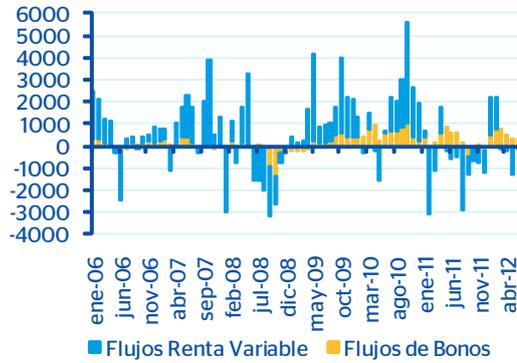
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 4
EMBI Brasil, tipo de cambio
y BOVESPA (Índice 2010=100)



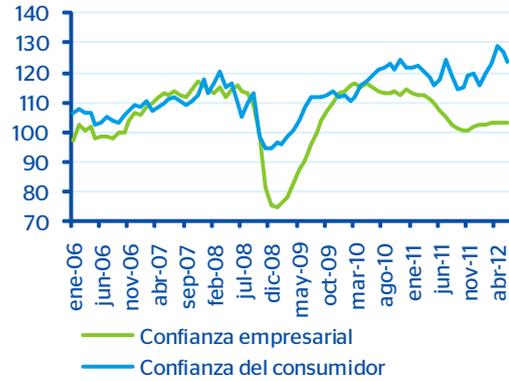
Fuente: Haver Analytics

Gráfico 5
Flujos de capital hacia Brasil (millones USD)



Fuente: Haver Analytics

Gráfico 6
Índices de confianza



Fuente: FGV

El sentimiento externo también está pesando sobre el país a través de los canales de confianza: la confianza empresarial y, más recientemente, la de los consumidores, siguen tendencias descendentes como muestra el Gráfico 6.

El impacto de un entorno mundial más negativo, tanto sobre los precios de exportación como sobre la demanda externa, tampoco ha sido despreciable. Los precios de las exportaciones acumuladas hasta Mayo bajaron un 3% en comparación con la media de 2011, mientras que el volumen de exportaciones disminuyó un 5% (el volumen de exportaciones de manufacturas bajó un 7% en el mismo periodo).

Además de este entorno externo poco favorable, algunos factores internos están suponiendo un alto coste para la economía e impidiendo la reanimación de la actividad.

El crédito al consumo está dando señales claras de fatiga. En junio, el crédito al consumo creció un 13,4% interanual, el ritmo más lento desde 2003. La morosidad de los préstamos al consumo está actualmente cerca del 7,8%, en comparación con el 5,5%-6,5% del primer semestre de 2011 (vea el Gráfico 7). En cierta medida, el agotamiento del mercado de crédito al consumo es una respuesta natural a la excesiva expansión observada en el pasado reciente y a otros temores relacionados con los mercados de crédito brasileños (para más información sobre el tema vea el Recuadro 1 "Desaceleración en el mercado de crédito: ¿preocupación o alivio").

Otro factor interno que ayuda a explicar el flojo comportamiento de los últimos meses es la debilidad del sector industrial. Recientemente, la producción industrial ha sorprendido a la baja, y los niveles actuales son inferiores a los observados antes de la crisis de 2008-09. Además, los inventarios se mantienen en niveles altos (vea el Gráfico 8). Como analizamos en el Recuadro 2, la debilidad del sector industrial refleja su creciente falta de competitividad en un entorno de costes laborales ascendentes y tipo de cambio aún fuerte (pese a la reciente depreciación del real brasileño).

El impacto sobre la actividad del histórico ajuste a la baja de los tipos de interés domésticos -desde el 12,50% a mediados de 2011 hasta el 8,0% en julio- ha sido pequeño por el momento. Según la experiencia anterior de Brasil, las variaciones de los tipos de interés afectan a la actividad con un retraso de aproximadamente tres trimestres. Esto implica que el impacto total de la relajación monetaria recientemente implementada (y que se implementará en los próximos meses) aún está por verse. Además, el entorno externo y la fatiga observada en el mercado de crédito doméstico actúan en contra del estímulo monetario que proporciona el banco central.

En los últimos meses, las autoridades económicas han tomado una amplia serie de medidas. No obstante, no están consiguiendo impulsar la actividad. A nuestro juicio, están excesivamente centradas en apoyar al mercado de crédito y al consumo privado en lugar de respaldar la formación de capital fijo o abordar los problemas estructurales de Brasil. Algunas de ellas pueden acabar siendo más una causa de distorsiones, ineficiencias y desequilibrios que de apoyo a la economía

(por ejemplo, la subida del IPI (impuesto sobre productos industriales) de los automóviles con una elevada proporción de componentes extranjeros o la aceleración del crédito de los bancos públicos). Otras van en la dirección correcta pero son demasiado tímidas para tener un impacto real (por ejemplo, el recorte impositivo sobre el empleo en algunos segmentos industriales específicos). En todos los casos, las medidas tomadas en los últimos meses parecen más una reacción desesperada ante la situación que elementos de un plan a largo plazo para abordar los problemas pendientes e incrementar la producción potencial. Por último, las medidas anunciadas en los últimos meses y hasta hace pocas semanas también han reforzado la percepción de una intervención excesiva del gobierno en la economía, un factor que no favorece la recuperación.

Gráfico 7

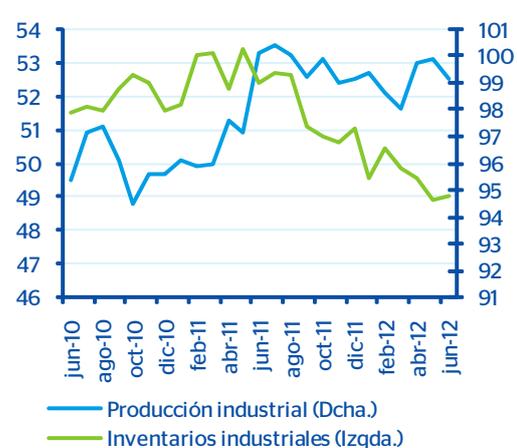
Mercado de crédito al consumo: crecimiento y morosidad



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 8

Índice de producción industrial (Sep. 2008 = 100; desestacionalizado) e Indicador de inventarios*



* Indicadores de inventarios: por encima de 50 cuando los inventarios son superiores a los previstos; por debajo de 50 cuando son inferiores a los previstos
Fuente: IBGE y CNI

Por el lado positivo, el consumo privado se mantiene relativamente fuerte dado el ajustado mercado laboral

Pese a que el mercado de crédito es ahora menos favorable, el consumo privado continúa dando muestras de fortaleza. Después de una pequeña caída en el 3T 2011 (-0,075 intertrimestral), el consumo privado creció un 1,0% intertrimestral en el 4T 2011 y el 1T 2012. Esto contrasta con la evolución de la inversión fija, que cayó un 0,6% intertrimestral en los dos últimos trimestres de 2011 y posteriormente sufrió una contracción del 1,8% intertrimestral en el primer trimestre de 2012.

De hecho, la positiva evolución del consumo privado evitó que la economía entrara en recesión en el 4T 2011 y el 1T 2012.

Las cifras de ventas minoristas, que exhiben un crecimiento medio del 0,6% intermensual (9,0% interanual) en los primeros cinco meses del año (en comparación con el 0,5% intermensual -7,4% interanual- en el mismo periodo del año anterior) también ponen de manifiesto la resistencia del segmento de consumo brasileño.

El principal motivo del dinamismo del consumo privado es la fortaleza del mercado laboral a pesar del entorno macroeconómico actual. La tasa de desempleo se mantiene muy cerca del 6,0%, un nivel históricamente bajo, desde mediados de 2011 (vea el Gráfico 9). Además, los salarios continúan creciendo a buen ritmo (4,8% interanual en términos reales en los primeros cinco meses del año). La robustez del mercado laboral se está beneficiando del dinamismo de sectores como la agricultura, la construcción y los servicios, del reciente descenso de la inflación y los tipos de interés, y de algunas políticas públicas (como la subida del 14% en el salario mínimo a principios de año).

La economía cobrará impulso a partir de ahora, si el entorno mundial ayuda

Esperamos una recuperación más robusta de la actividad interna a partir del segundo semestre del año. Sin embargo, esto depende de que los líderes europeos y norteamericanos tomen las necesarias decisiones políticas para evitar un “acontecimiento extremo” y permitir que la economía mundial crezca con más fuerza en 2013.

Dentro de un entorno externo relativamente más benigno, que incluye un mayor crecimiento en China a partir del segundo semestre de este año, la recuperación interna estaría principalmente impulsada por una política monetaria cada vez más favorable, pero también por una reactivación eventual de la producción industrial y cierta mejora del mercado de crédito.

En nuestra opinión, la reactivación de la producción industrial dependería del fin del proceso de ajuste de los inventarios. En cualquier caso, esta reactivación sería limitada, ya que se mantendrán las principales barreras a la competitividad.

En cuanto al mercado de crédito, esperamos que el descenso gradual de la morosidad, gracias a la combinación de un mercado de trabajo favorable y unos tipos de interés más bajos, genere cierta mejora.

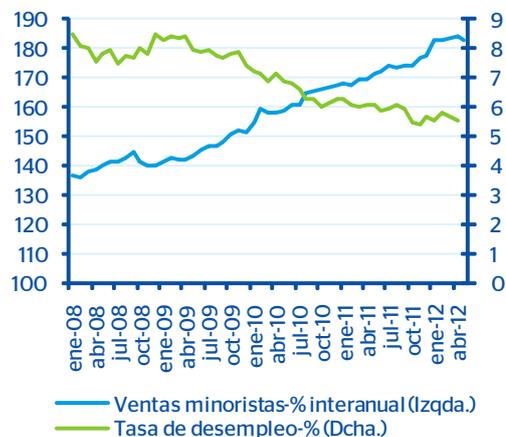
Además de estos factores, y basándonos en algunas noticias locales recientes, vemos cierto espacio para la adopción de medidas que apoyarían la actividad doméstica más eficazmente que las anunciadas en los últimos meses. Más exactamente, estas medidas se centrarían en impulsar la inversión en activo fijo y abordar algunos de los principales problemas del país. Algunas que supuestamente ya están en estudio por el gobierno son el recorte de los impuestos a la electricidad, que permitiría una reducción no despreciable de los costes de producción, la ampliación de los recortes de impuestos sobre el empleo, y una nueva ola de concesiones que permitiría la gestión por parte del sector privado de más aeropuertos, puertos y carreteras.

En línea con todos estos factores, sobre todo el estímulo monetario, esperamos una aceleración del PIB en el segundo semestre para llegar a un crecimiento del 2,2% en el año. En nuestro escenario base para la economía brasileña, que es acorde con nuestras previsiones para la economía mundial comentadas anteriormente, la economía proseguiría su recuperación durante el próximo año, con un crecimiento del PIB del 4,2% en 2013. Es importante destacar que el crecimiento del PIB en 2013 se beneficiará de un importante efecto de arrastre (2,3%), que contrasta con el de 2012 (0,2%). Según componentes de la demanda, la recuperación estará impulsada, a nuestro juicio, por el consumo privado, para el que proyectamos un crecimiento del 3,6% y del 4,7%, respectivamente, en 2012 y 2013, y por la inversión en activos fijos, especialmente en 2013, para la que prevemos un crecimiento del 8,9% (para 2012 esperamos un crecimiento de tan solo el 0,6%).

Pese a que nuestras previsiones de crecimiento de Brasil son sustancialmente inferiores a las que teníamos en mayo (3,3% y 4,3% en 2012 y 2013), los riesgos son claramente bajistas. El sesgo negativo es acorde con los riesgos externos y con la preocupación por el agotamiento del actual modelo de crecimiento brasileño (posteriormente analizamos estos riesgos y preocupaciones con más detalle).

Gráfico 9

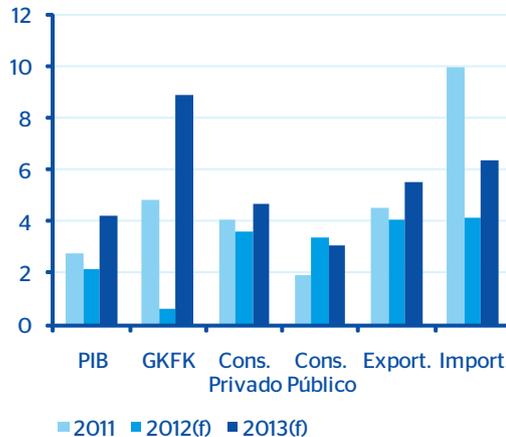
Ventas minoristas (% interanual) y tasa de desempleo (%) - serie desestacionalizada



Fuente: IBGE

Gráfico 10

Crecimiento del PIB (%)



Fuente: BBVA Research y IBGE

Mejoran las perspectivas de inflación a corto plazo, pero no se llegará al objetivo del 4,5% en 2012 o 2013

La inflación bajó más rápidamente de lo que esperábamos en el primer semestre del año. Más exactamente, hace algunos meses esperábamos un descenso desde el 6,5% interanual al cierre de 2011 hasta el 5,2% interanual en junio. Sin embargo, llegó al 4,9% al cierre del primer semestre.

La tendencia descendente de la inflación, en gran medida debida a los efectos base positivos, se reforzó a causa de una demanda interna más débil de lo previsto (la brecha del producto es negativa). Además, los precios de las materias primas bajaron más de lo que habíamos anticipado, compensando el impacto negativo de la reciente depreciación del real brasileño (BRL): en promedio, los indicadores de precios de las materias primas se mantuvieron constantes en comparación con los niveles observados en el segundo semestre de 2011, y fueron un 4,8% inferiores a los de la primera mitad de ese periodo. Por último, la inflación se benefició de una serie de factores no recurrentes no despreciables, como la actualización de las ponderaciones del IPCA (el IPC oficial), la reducción de los impuestos sobre los combustibles que evitó la subida de los precios de la gasolina y el gasóleo, y las desgravaciones fiscales en productos como automóviles, electrodomésticos y muebles.

Pese al apoyo de todos estos factores, la inflación se mantuvo por encima del objetivo del 4,5% durante el primer semestre del año. De hecho, la inflación se elevó hasta un 5,2% interanual en julio, su primera subida en casi un año. Como destacamos en un número anterior de Situación Brasil, la inflación solo cae por debajo del 4,5% en circunstancias excepcionales (como una recesión profunda o unos tipos de interés anormalmente altos). Esta inelasticidad se debe a factores como el grado de indexación de precios, aún alto, el bajo peso de los bienes transables en la inflación (en torno al 36%), y cierta tolerancia a la inflación.

Como comentamos anteriormente, esperamos que la actividad económica sea más dinámica en el segundo semestre del año que en el primero. Este dinamismo reducirá el espacio para el descenso de la inflación. En la misma línea, los efectos base positivos disminuirán. Además, los precios de los alimentos, que representan el 23% del índice IPCA, sufrirán más presiones dadas las recientes subidas de algunos cereales (como lasoja, el maíz y el trigo) en los mercados internacionales a causa de la sequía en EE. UU. Por último, las noticias locales sugieren que los precios de la gasolina y el gasóleo podrían subir en los próximos meses con el fin de reducir el diferencial entre los precios domésticos subvencionados y los observados en los mercados internacionales.

Por tanto, esperamos que la dinámica de la inflación sea menos positiva durante el resto del año que en el primer semestre. Más exactamente, la inflación deberá mantenerse dentro del rango 4,8%-5,2% en el segundo semestre y cerrar el año en el 5,0% interanual. En 2013, las recuperaciones mundial y local ejercerán una mayor presión sobre los precios y, por tanto, esperamos una inflación doméstica media del 5,4% (en comparación con el 5,2% en 2012), y al cierre del 5,5%.

Aunque esperamos que la inflación se mantenga por encima del objetivo de 4,5% en 2012 y 2013, el reciente deterioro del entorno externo, así como del escenario interno, ha mejorado las perspectivas de inflación a corto plazo. Esto se refleja en la reducción de nuestras previsiones para 2012 y 2013 desde el 5,4% y el 5,9% de hace tres meses hasta el 5,0% y el 5,5%.

Gráfico 11
Inflación (% interanual)



Fuente: BBVA Research y IBGE

Gráfico 12
Tipo SELIC (%)



Fuente: BBVA Research y IBGE

La relajación monetaria aún debe continuar

En julio, el Banco Central de Brasil (BCB) recortó drásticamente el tipo SELIC en 450 puntos básicos hasta el 8,0%, que es su mínimo histórico. Este ajuste responde al deterioro de la actividad económica tanto interna como externa. También fue consecuencia de la decisión de los responsables de la política de rebajar los tipos de interés hasta niveles más cercanos a los estándares internacionales. Aunque el ajuste suscitó críticas, pues puede perjudicar a la credibilidad del BCB e introducir riesgos importantes para la inflación futura, esperamos que sea permanente. En otras palabras, no esperamos que el tipo SELIC llegue a unos niveles tan altos como los observados hace algunos años.

Teniendo en cuenta la actual coyuntura macroeconómica y las preferencias del Consejo del BCB, prevemos que el tipo SELIC sufra un recorte de 50 p.b. en cada una de las dos próximas reuniones de política monetaria (en agosto y octubre) y que a partir de entonces se mantenga sin cambios durante un largo periodo. Esperamos que los responsables de la política intenten evitar una subida de tipos de interés en 2013, cuando las presiones inflacionarias vuelvan con más fuerza, aunque esa opción no debe descartarse. Esta previsión se debe, a lo menos, a cinco factores: i) el deseo del BCB de mantener la inflación elevada dentro del rango de 2,5%-6,5%; ii) un PIB inferior al potencial durante un largo periodo (al menos hasta finales de 2013); iii) el deseo de los responsables de la política de utilizar otras herramientas (política fiscal y medidas macroprudenciales) para mantener la inflación controlada; iv) la adopción de algunos cambios estructurales positivos, como la reducción adicional de la deuda del sector público, la mejora del perfil de deuda mediante la reducción del porcentaje de bonos ligados al SELIC, la reforma de la seguridad social y medidas para reducir la indexación de precios; y v) el impacto negativo de una subida de tipos de interés, al menos desde el punto de vista del gobierno, sobre el tipo de cambio y la contabilidad pública (para más detalles, vea la siguiente sección).

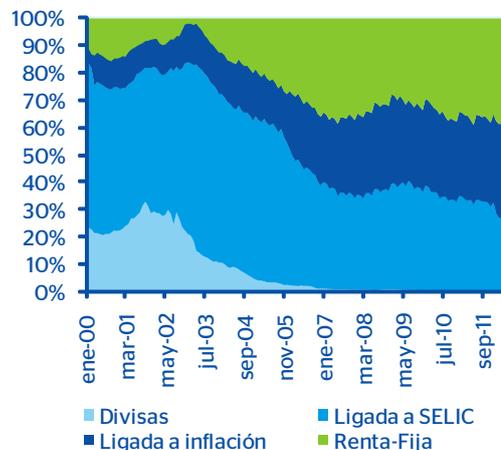
Política fiscal: eficaz para reducir la deuda pública, pero no necesariamente para rebajar la presión sobre la inflación

El sustancial recorte de los tipos de interés reducirá los pagos de intereses del sector público. Según nuestras estimaciones, los pagos de intereses disminuirán hasta el 4,5% del PIB en 2012 y hasta ligeramente por debajo del 4,0% en 2013, frente al 5,7% en 2011 y al promedio del 6,6% entre 2001 y 2010. Esto se añadirá a la generación de superávits primarios y el debilitamiento del BRL y permitirá una dinámica de deuda positiva en el próximo año. Observe que un BRL más débil tiene un impacto positivo sobre la deuda neta, ya que el sector público es acreedor neto del exterior (debido al volumen de reservas internacionales). Según nuestras estimaciones, la deuda neta del sector público estará en torno al 35% del PIB en 2012 y 2013 y posteriormente se acercará al 30% en los años siguientes, comparándose muy favorablemente con la deuda neta del sector público en 2011 (36,4%) y especialmente en el periodo 2001-2010, cuando llegó a un promedio del 47,8%.

Si, por una parte, los tipos de interés más bajos ejercen un efecto positivo sobre las cuentas públicas, por otra parte, una deuda más baja y un mejor perfil de deuda deberán reducir la presión sobre los tipos de interés.

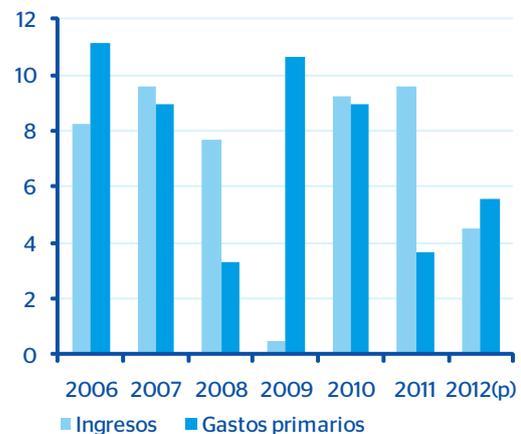
En cuanto al perfil de deuda del sector público, su mejora en los últimos años ha sido sustancial. El porcentaje total de bonos públicos en divisas extranjeras se ha reducido desde el 24% en 2000 hasta prácticamente cero. Además, el porcentaje de bonos ligados al SELIC se redujo desde el 60% a principios de 2000 hasta el 23,8% en junio de 2012 (vea el Gráfico 13). Esperamos que este porcentaje continúe bajando en los próximos años.

Gráfico 13
Perfil de deuda (porcentaje del total de bonos, %)



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 14
Ingresos y gastos primarios del gobierno federal (% interanual en términos reales)



* Los datos de 2010 no incluyen los ingresos y gastos relacionados con la OPI de Petrobras.
Fuente: BBVA Research y IBGE

El hecho de que la deuda neta del sector público baje en los próximos años y los superávits primarios no queden muy lejos de los objetivos establecidos para 2012 y 2013 no implica que la política fiscal no vaya a ser expansiva. La evidencia reciente respalda esta opinión; el año pasado, por ejemplo, la deuda cayó desde el 39,1% del PIB en 2010 hasta el 36,4%, se cumplió el objetivo de superávit primario del 3,1% y el gasto primario creció un 3,6% en términos reales, proporcionando un claro apoyo a la actividad económica. El cumplimiento del objetivo fiscal, la reducción de la deuda neta y, al mismo tiempo, la adopción de una política fiscal expansiva, solo fueron posibles en 2011 gracias a la gran solidez de los ingresos (debido al dinamismo de la demanda interna y la capacidad del gobierno de generar ingresos no recurrentes).

En 2012, la recaudación tributaria no será tan favorable como en 2011, pero el gobierno aún tendrá espacio para aumentar su gasto primario sin abandonar el objetivo fiscal. Más exactamente,

esperamos un crecimiento del gasto primario cercano al 5,0% en términos reales para este año, y un superávit primario solo ligeramente inferior al 3,1% del PIB que es necesario para cumplir el objetivo.

Una crítica a la adopción de una política fiscal expansiva es que podría reducir el espacio del banco central para recortar los tipos de interés al apoyar excesivamente a la demanda interna e impulsar, por tanto, la inflación. Esto podría ser especialmente preocupante después de que la economía se recupere de la desaceleración en 2013. Otra crítica es que el gasto público continúa centrado en el consumo y no en la inversión, lo que agrava los desequilibrios del modelo de crecimiento brasileño (para más detalles, vea la siguiente sección).

El tipo de cambio se deprecia en línea con el deterioro del entorno macroeconómico

A lo largo de los tres últimos meses, el real brasileño se ha mantenido bastante estable en torno a 2,04 y dentro del rango 2,0-2,10. Esto representa una depreciación cercana al 15% con respecto al primer trimestre del año.

El debilitamiento del BRL no es extraño, dado que las perspectivas de crecimiento interno se deterioraron bruscamente en el periodo, existe una preocupación creciente en relación con la sostenibilidad del actual modelo de crecimiento brasileño, la relación de intercambio bajó, los tipos de interés cayeron bruscamente y el estrés mundial se mantuvo en niveles muy elevados. Además de todo ello, el gobierno (incluyendo el banco central) parece más cómodo con los niveles actuales que con un tipo de cambio más alto.

La recuperación prevista de la actividad económica podría impulsar una ligera caída del tipo de cambio en los próximos meses, especialmente en 2013. Sin embargo, a nuestro juicio, el espacio para la apreciación es pequeño, ya que los tipos de interés continuarán en mínimos históricos (ayudando a mantener los diferenciales con respecto a los tipos internacionales en niveles más bajos que en el pasado), la relación de intercambio continuará ajustándose a la baja, y el gobierno ciertamente estará preparado para intervenir en caso de una apreciación más fuerte. En conjunto, esperamos que el BRL se sitúe en una media de 2,02 en el segundo semestre del año y que cierre 2012 en 1,99 (vea las previsiones para 2013 en las Tablas al final del informe).

El impacto sobre la cuenta corriente de un BRL más débil ha sido positivo, especialmente porque está ayudando a reducir las remesas de beneficios que llegaron a 10.000 millones de USD en el primer semestre del año en comparación con 18.800 millones de USD en el mismo periodo del año anterior. El impacto de un real más débil sobre las remesas de beneficios ha contrarrestado el efecto negativo sobre la balanza comercial de una relación de intercambio más baja. En consecuencia, la cuenta corriente acumuló un déficit de 25.000 millones de USD en el primer semestre, muy cerca del déficit registrado en el primer semestre de 2011 (26.000 millones de USD). En términos anuales, el déficit por cuenta corriente llegó al 2,2% del PIB en junio, ligeramente por encima del nivel al cierre de 2011.

De cara al futuro, esperamos que el déficit por cuenta corriente llegue a 33.000 millones de USD en el segundo semestre del año (llegó a 27.000 millones de USD en el segundo semestre de 2011). Al final del año, el déficit se situaría por tanto en 58.000 millones de USD (el 2,5% del PIB). El deterioro futuro se deberá a cierta recuperación de la economía interna y al impacto de unos términos de intercambio más bajos. Como viene ocurriendo desde 2001, los flujos de entradas de IED deben bastar para financiar el déficit por cuenta corriente en 2012. Además, las reservas internacionales cerrarán el año en 381.000 millones de USD (el 16% del PIB), proporcionando cierto seguro contra una inesperada paralización repentina de las entradas de capital al país.

Más riesgos: la economía brasileña se enfrenta a un entorno mundial más complicado, así como al creciente temor al agotamiento de su modelo de crecimiento

La economía brasileña, y por tanto nuestro escenario base para el país, sigue sometida a riesgos sustanciales. De hecho, estos riesgos son mayores que hace algunos meses, ya que la situación exterior no se ha estabilizado y la importancia de los problemas internos continúa aumentando.

Nuestro escenario base se apoya en el supuesto de que se lograrán los acuerdos políticos necesarios para reducir gradualmente la tensión en Europa y para evitar el ajuste fiscal automático en EE. UU. a principios del próximo año. No obstante, los dos factores, sobre todo la situación en Europa, representan el principal riesgo mundial. Un shock externo activado por cualquiera de los dos acontecimientos tendría un impacto considerable sobre la economía brasileña.

El país tiene mucho espacio para implementar medidas que protejan a la economía frente a un shock externo importante. Aunque los tipos de interés domésticos están ya en niveles históricamente bajos, el BCB ciertamente recortaría agresivamente el tipo SELIC para reducir el impacto del shock sobre la economía. Además, las reservas obligatorias de los bancos depositadas en el BCB ascienden actualmente al 9,2% del PIB (en comparación con el 8,6% en septiembre de 2008, justo antes de que la crisis de Lehman Brothers afectara al país). Estas reservas son una importante fuente de liquidez que podría inyectarse en el sistema en caso de ser necesario (como ocurrió en 2008-2009). Habría menos espacio para actuar en el terreno fiscal que en el monetario, pero el gobierno aún podría reaccionar a un shock externo con un recorte de impuestos y la adopción de otras medidas, dada la deuda pública relativamente baja (el 35% del PIB en junio de 2012, en comparación con el 41% en septiembre de 2008). Por último, las reservas internacionales también serían una fuente de resistencia, pues podrían utilizarse para contrarrestar el impacto de una paralización repentina de las entradas de capital en Brasil (las reservas internacionales llegaron a 376.000 millones de USD en julio de 2012 en comparación con 206.000 millones de USD en septiembre de 2008, y a una deuda externa bruta de 301.000 millones de USD).

Ante un posible deterioro sustancial del entorno exterior, los responsables de la política también se beneficiarían de la experiencia adquirida durante la crisis de 2008-2009 y, tal vez, del prestigio ganado por haber enfrentado con éxito la crisis anterior.

Pese a tener espacio para la adopción de políticas anticíclicas, el país no podría evitar que un shock externo afectara fuertemente a la economía, sobre todo a través de los canales financieros y de confianza, pero también debido a la caída de los precios de las materias primas. Probablemente, podría evitarse una recesión profunda, pero el crecimiento del PIB difícilmente sería positivo.

Una de las principales vulnerabilidades del país es que, en comparación con 2008, el shock externo podría llegar esta vez en un momento en el que la posición cíclica de Brasil es mucho más débil que en 2008.

En el terreno doméstico, el estancamiento de la economía a lo largo del último año ha suscitado muchas dudas en relación a la sostenibilidad del modelo de crecimiento brasileño, basado en la expansión del crédito y el consumo privado.

La expansión del crédito, especialmente en el segmento del consumo, ha sido uno de los muchos pilares del actual modelo de crecimiento brasileño. Junto al mercado laboral doméstico, el crecimiento del crédito a lo largo del último año preparó el terreno para una evolución impresionante de la demanda interna y, por tanto, del conjunto de la economía.

La expansión de la demanda interna ha sido un apoyo para la oferta, sobre todo para los sectores más dependientes de los mercados domésticos. El impulso de la demanda interna consiguió compensar algunos problemas de competitividad a los que se enfrentaba la oferta (carga fiscal, infraestructura escasa y cara, tipos de interés altos, etc.), que tradicionalmente también se beneficiaba de una mano de obra abundante y de bajo coste.

El constante enfoque hacia la demanda en lugar de la oferta ha generado problemas sustanciales, como el incremento de la deuda de los hogares, la apreciación de la divisa y el aumento de los

costes laborales (no igualado por la productividad). La apreciación del real brasileño y el aumento de los costes laborales preocupan especialmente al sector manufacturero, que es más dependiente de la demanda interna y también se enfrenta a la competencia externa (los sectores basados en materias primas dependen más de la demanda externa y los servicios están más aislados de la competencia externa).

Debido a estos problemas¹, el mercado de crédito se desaceleró y la competitividad del sector manufacturero disminuyó. Ambos efectos contribuyeron claramente al reciente estancamiento de la economía.

De cara al futuro, esperamos que la reducción de tipos de interés, combinada con cierta mejora en el frente externo, reduzca la presión sobre el mercado de crédito y el sector manufacturero. La economía también continuará beneficiándose del elevado precio de las materias primas. Aunque consideramos que el descenso de los tipos de interés domésticos es histórico, no esperamos ningún cambio radical de la política económica. Específicamente, esperamos que persista el foco en la demanda y que la agenda de reformas se mantenga prácticamente sin cambios.

En nuestro escenario base para la economía brasileña, esperamos que la política fiscal y los mercados de crédito contribuyan menos al crecimiento de la demanda interna que en el pasado, compensando el mayor efecto de la política monetaria.

Incluso en esta situación relativamente benigna, con un entorno mundial menos hostil y la capacidad del gobierno de mantener controlada la política fiscal y el crecimiento del crédito, no esperamos que el país crezca más de un 4% a medio-largo plazo. En realidad, el crecimiento podría estar más cerca del 3,0% que del 4,0%.

Una expansión más robusta exigiría un reajuste del modelo brasileño, con más énfasis en la expansión de la oferta en general, especialmente en la productividad, y menos en la demanda. Sin embargo, esto es algo que consideramos muy improbable.

De hecho, el riesgo de que el país crezca mucho menos del 3,0%-4,0% no es despreciable (en realidad, es mayor que hace algunos meses). Por tanto, podemos decir que nuestro escenario base para Brasil tiene un sesgo bajista claro.

En cuanto a los riesgos negativos, a corto plazo, el mercado de crédito y la producción industrial podrían no reaccionar como prevemos a la bajada de los tipos de interés. Esto podría acabar debilitando el mercado laboral doméstico y prolongando el estancamiento durante un periodo más largo, lo que incrementaría la probabilidad de desviaciones de la política (como un recorte excesivo del tipo SELIC o una intervención gubernamental exagerada sobre los mercados de divisas o una política comercial/industrial agresiva). A largo plazo, el gobierno puede no ser capaz de (o simplemente, no estar dispuesto a) endurecer el mercado de crédito y la política fiscal. En consecuencia, su contribución a la demanda interna se sumaría a la de una política monetaria muy laxa, creando así un escenario adecuado para la aparición de recalentamientos y burbujas en la economía.

El Recuadro 1 "Desaceleración en el mercado de crédito: ¿preocupación o alivio?" y el Recuadro 2 "Brasil y México: perspectivas cambiantes y dificultades restantes" profundizan en el análisis presentado en esta sección sobre el modelo de crecimiento brasileño, sus fortalezas y sus debilidades.

¹: Es evidente que existen otros determinantes de estos movimientos, como el deterioro del entorno exterior, en el primer caso, y el alto nivel de los precios de las materias primas, en el segundo.

Recuadro 1. “Desaceleración en el mercado de crédito: ¿preocupación o alivio?”

Desde finales de 2004, y con la excepción de un breve periodo durante la crisis de Lehman Brothers, el mercado de crédito brasileño ha crecido a una tasa de al menos un 20% interanual. Este dinamismo ha elevado el stock de crédito desde el 25% del PIB a finales de 2004 hasta cerca del 50%.

Durante este boom del mercado de crédito, muchos (nosotros incluidos) pidieron moderación. Si bien los niveles de partida eran bajos, los ingresos crecían, los tipos de interés bajaban y se habían introducido cambios institucionales, el crecimiento del crédito era excesivo.

A mediados de 2011, el mercado de crédito inició una desaceleración y a finales de ese año y principios de 2012 su crecimiento se frenó hasta el 18%-17%. Al mismo tiempo, la morosidad inició una tendencia alcista. Estos movimientos fueron más pronunciados en el segmento del crédito al consumo (vea el Gráfico 15).

La moderación del crédito estuvo desencadenada por el endurecimiento monetario implantado en el primer semestre de 2011 (el tipo SELIC subió 175 p.b. en ese periodo) y el deterioro del entorno mundial a mediados del año pasado (por ejemplo, se desaceleraron la financiación exterior del sistema bancario y el crédito exterior al sector privado no financiero). La desaceleración también se debió a un factor más estructural: el temor a un endeudamiento excesivo de los hogares.

Según los datos del BCB, la deuda bancaria de los hogares como porcentaje de los ingresos anuales aumentó desde el 18% a principios de 2005 hasta el 43,4% en mayo de 2012 (41% doce meses antes). El aumento del servicio de la deuda durante el mismo periodo también fue sustancial (desde el 15% en 2005 hasta el 22% en 2011-12), aunque no tanto como el crecimiento de la deuda, pues el plazo medio de los préstamos aumentó desde 2005.

Según nuestros cálculos, que difieren metodológicamente de los del BCB, el servicio de la deuda brasileña llegó al 17% de la renta disponible en 2011, un porcentaje sustancialmente superior a la media europea (11%) y al de otros países latinoamericanos (en Chile, con la tasa más alta de la región, está en torno al 12%).

Por tanto, la elevada carga de la deuda de los hogares en un entorno de mayor incertidumbre y con una economía en desaceleración, puso en marcha una corrección de las tasas de impago (al alza) y de la oferta de crédito (a la baja).

En este contexto, la reducción permanente de los tipos de interés domésticos ha sido ciertamente bien acogida por los participantes en el mercado de crédito, especialmente debido a que los pagos de intereses representan en torno al 36% del servicio de la deuda brasileña.

La reducción de los tipos de interés, así como la adopción de otras medidas (como la introducción de más incentivos para permitir la renegociación de préstamos morosos y el cambio de los tipos de interés “antiguos” (más altos) por los actuales (más bajos)) o la implantación de algunas políticas de apoyo a los ingresos de los hogares (que, de hecho, se mantienen en niveles muy robustos), pueden facilitar la reducción de la deuda total y el servicio de la deuda de los hogares. En la misma línea, la aceleración de la economía en el segundo semestre del año sería desde luego una buena noticia.

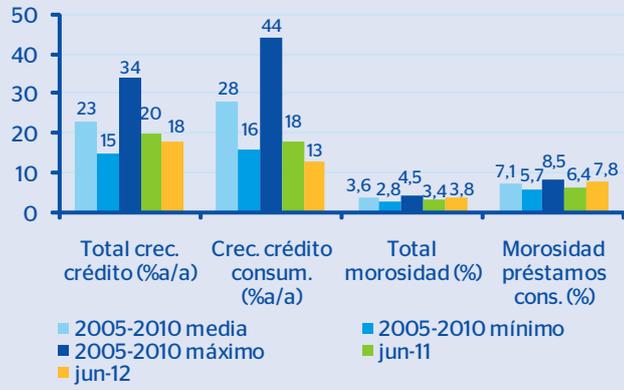
En cualquier caso, a nuestro juicio, una solución gradual y no traumática del problema de la deuda exige cierto grado de moderación del crédito. La no aceptación de una desaceleración del crédito y la insistencia en políticas basadas en el crédito para impulsar el crecimiento, podrían agravar el problema en lugar de contribuir a su solución.

Entre las principales medidas anticíclicas anunciadas en los últimos meses figuran la reducción de las exigencias de capital y reservas en los préstamos al consumo, la reducción del IPI (impuesto sobre productos industriales) sobre los automóviles y otros productos de consumo y el aumento del crédito público (que ya representa el 45% del crédito total).

En nuestra opinión, el hecho de que las medidas anunciadas recientemente se centren en el mercado de crédito y el consumo privado es algo que debe preocuparnos. Por las razones mencionadas más arriba, la moderación del crédito debiese ser más un motivo de alivio que de preocupación.

Gráfico 15

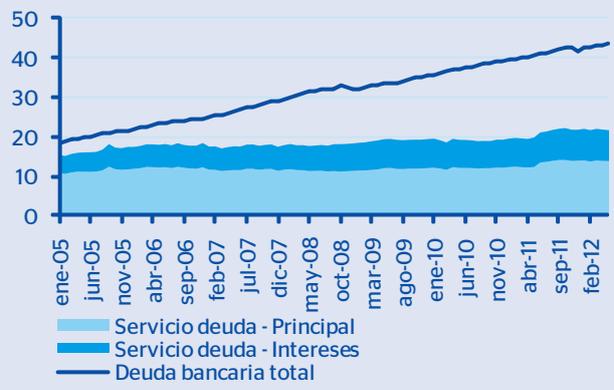
Crecimiento del crédito y morosidad



Fuente: Banco Central de Brasil

Gráfico 16

Deuda bancaria total y servicio de la deuda de los hogares (% PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil

Recuadro 2. Brasil y México: Cambio de perspectivas y retos que permanecen

En los últimos trimestres se está registrando un cambio de percepción en las perspectivas de las economías de Brasil y México, reflejado por ejemplo en un consenso de crecimiento en 2012 del 3.8% para México, casi dos puntos más que las vigentes para Brasil. De confirmarse este resultado, 2012 sería el segundo año consecutivo en el que México crecería más que Brasil tras cuatro años en los que la brecha promedio de crecimiento a favor de Brasil fue de 3.5 pp.

Tanto México como Brasil pertenecen al grupo de "EAGLEs"², los países que contribuirán en la próxima década al aumento del PIB mundial más que el promedio de las economías del G7 sin EEUU. La pertenencia a este grupo viene para México más por el tamaño de partida que por un crecimiento que en los últimos años ha resultado más bajo que el de otras economías emergentes y, en particular, el de Brasil, el otro "águila" de Iberoamérica. Brasil tiene un PIB casi 50% mayor que el mexicano y ha crecido en promedio en los últimos 10 años el 3.8%, aproximadamente un punto y medio más que México.

Esa evolución ha coincidido con un cambio global en las fuentes de crecimiento, con una creciente contribución de las economías emergentes asiáticas y latinoamericanas y el estancamiento y la recesión de las más desarrolladas. Ello

ha tenido impactos relevantes en la demanda externa de Brasil y de México considerando su muy distinta exposición a las áreas mencionadas. Así, los principales destinos de exportación de México están en los países desarrollados, con un predominio total de EEUU, donde se destinan aproximadamente el 83% de las ventas al exterior de bienes. Brasil sin embargo destina a EEUU el 12% de sus ventas, mientras que a áreas de elevado dinamismo como China y Asia y el resto de Latinoamérica llegan el 68% de sus ventas (12% en el caso de México). Así, el PIB de las economías cliente de las exportaciones brasileñas ha crecido desde 2003 un 50% y en el caso de los destinos de los productos mexicanos, sólo un 20%.

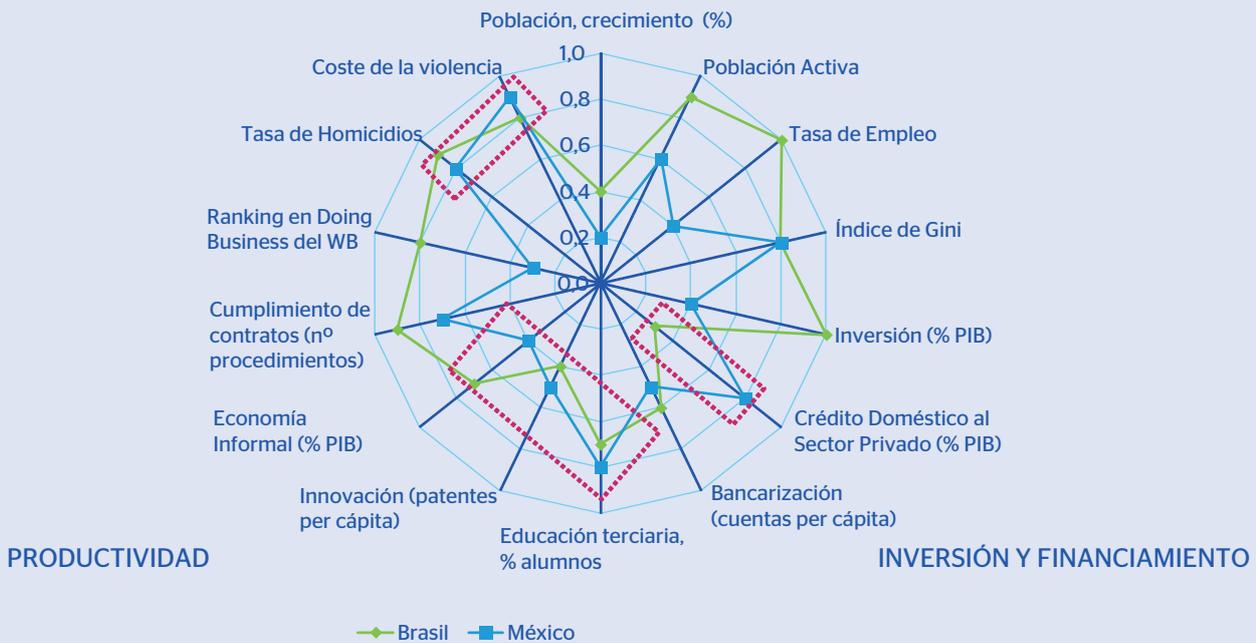
Desde una perspectiva de medio plazo el balance entre ambas economías no refleja un claro dominio de alguna de ellas, con ventajas para cada país en algunos de los factores considerados como más relevantes. Si se considera una economía desde la perspectiva de la oferta, de la capacidad de crecer por la apropiada interacción de factores productivos y eficiencia, se pueden encontrar cuatro grandes elementos a considerar: demografía y mercado laboral, inversión y ahorro, entorno de negocios y, finalmente, productividad (véase el Gráfico 16).

Gráfico 17

Brasil y México, radar de vulnerabilidad respecto a economías emergentes

ENTORNO DE NEGOCIOS

DEMOGRAFÍA Y MERCADO DE TRABAJO



Nota: a menor valor, mejor posición relativa
Fuente: BBVA Research con datos de FMI, Banco Mundial y ONU

2: Emerging and Growth-Leading Economies.

En lo que se refiere a población y mercado laboral, parece que el bono demográfico es mayor en México que en Brasil, con crecimientos de la población más elevados y participación de la población en el mercado de trabajo también mayor. Llama la atención la baja tasa de empleo de Brasil, medida como porcentaje de ocupados sobre población en edad de trabajar, que según los datos disponibles es del 40%, aproximadamente 20 puntos menos que el promedio del grupo de países considerados.

En inversión y financiamiento bancario contrastan ambas economías con una posición ventajosa para México en el primero y de Brasil en el segundo. En promedio de la última década, México ha tenido un ratio de inversión sobre PIB más de cinco puntos mayor que el de Brasil (24.6% vs 18.0%), aunque sin alcanzar niveles de países que a veces se consideran referencia como Corea del Sur (29.4% en el mismo periodo). Con todo, el nivel de inversión en México es ciertamente apreciable para un país que no tiene la tasa de ahorro doméstico de un emergente asiático ni ha obtenido ahorro del sector externo en magnitud relevante. La tasa de ahorro nacional en México es del 23.6% del PIB frente al 17.3% de Brasil en promedio de 2001 a 2011, lo que supone una clara limitación sin apelación al ahorro externo para el aumento de la inversión. El consumo, tanto del sector público como del sector privado tiene un mayor peso en Brasil, favorecido también por un mayor acceso al crédito bancario, tanto del ofrecido por el sistema bancario privado como por el público. El crédito del sector bancario doméstico supera el 50% del PIB en Brasil, cerca de 30 pp más que en México, con una brecha en el crédito concedido por parte de la banca pública mayor que en el caso de la banca de propiedad privada.

La mejora del entorno de negocios es una asignatura pendiente tanto en Brasil como en México. Aunque México tiene una clara ventaja sobre Brasil con respecto a la facilidad de realizar negocios según el ranking Doing Business del Banco Mundial, el repunte de la violencia supone un elemento de incertidumbre para la economía mexicana.

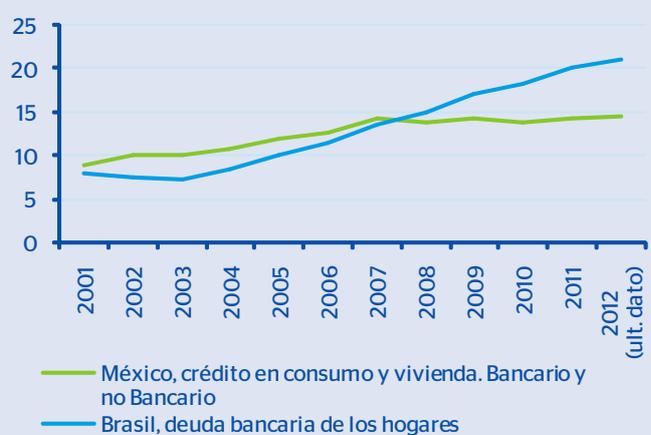
La clave del crecimiento está en la eficiencia con la que se usan los factores productivos disponibles. En el gráfico del radar, dentro de las variables seleccionadas como representativas de productividad, no existen grandes diferencias entre México y Brasil, excepto en el caso del peso de la informalidad en el PIB. La informalidad es una buena señal de productividad ya que si la actividad escapa mayoritariamente a las regulaciones existentes, fundamentalmente en lo fiscal, favorece el que las unidades económicas no puedan aprovechar economías de escala o acceder al mercado financiero de modo suficiente para mejorar su eficiencia y aumentar su dotación de capital físico y humano. En este sentido, de acuerdo a los datos de la OIT, México tiene un mayor grado de informalidad en el mercado laboral. Sin embargo, de acuerdo a estimaciones sobre el peso del PIB informal sobre el total, parece que el peso es mayor en Brasil que en México. En todo caso, parece que el reto de ambas economías es lograr una reducción de la informalidad para que mejore la principal fuente de crecimiento a largo plazo de la economía, la productividad.

Gráfico 18
Competitividad precio, tipo de cambio efectivo real (2005=100)



Nota: Aumentos del índice señalan apreciación
Fuente: BBVA Research y Haver Analytics

Gráfico 19
Endeudamiento de los hogares (% PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de CNBV para México y de BCB para Brasil

La fortaleza de su demanda - no necesariamente de su capacidad de oferta- y el mayor dinamismo de sus socios comerciales han creado mejores perspectivas con respecto a Brasil en los últimos años. Sin embargo, las señales de agotamiento del modelo brasileño, excesivamente centrado en la expansión de la demanda, y las ganancias de competitividad de México con respecto a Brasil están contribuyendo a modificar la visión relativa de las dos economías, a favor de la economía mexicana. De acuerdo con el análisis, parece que ni por demografía y participación laboral ni por ritmo inversor se justifica una mayor capacidad de crecimiento en el medio plazo para Brasil, por lo que los mejores registros alcanzados en el PIB tendrán que ver desde el lado de la oferta con una eficiencia o productividad en la que no parece que haya grandes diferencias entre ambas economías en lo que se refiere a las variables que la pueden aproximar. Desde el lado de la demanda, es el más favorable entorno externo, y un acceso al financiamiento bancario también mayor el que sustenta el mayor crecimiento de Brasil frente a México. Sin embargo, ambos factores no son necesariamente de naturaleza permanente: el dinamismo

de las economías emergentes asiáticas puede frenarse y/o Brasil perder ventajas competitivas en términos de precios; y la disponibilidad de crédito puede ser menos relevante para el crecimiento a partir de cierto nivel de deuda de los agentes económicos.

En efecto, ha habido un cambio reciente de la percepción de los mercados con respecto a los dos países, a favor de México, en línea con la desaceleración china, con la fatiga de los mercados de crédito brasileños y con el impacto negativo que los costes laborales y la apreciación del tipo de cambio tuvieron sobre la industria de Brasil. Estos dos últimos factores contrastan con el reciente dinamismo de los mercados de crédito y las señales de aumento de la competitividad en México. En todo caso, son dos grandes economías, con un buen potencial de crecimiento en los próximos años. Además, las perspectivas en ambos casos seguirán siendo determinadas por su distinta exposición al entorno global y también por su capacidad de adoptar reformas que reduzcan sus vulnerabilidades.

4. Tablas de previsiones

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------------|-------|------|------|------|
| PIB (%a/) | 7,6 | 2,7 | 2,2 | 4,2 |
| Inflación (% a/a, fdp) | 6,0 | 6,5 | 5,0 | 5,5 |
| Tipo de cambio (frente al USD, fdp) | 1,66 | 1,87 | 1,99 | 1,98 |
| Tipos de interés (% fdp) | 10,75 | 11,0 | 7,00 | 7,00 |
| Consumo privado (% a/a) | 7,0 | 4,1 | 3,6 | 4,7 |
| Consumo público (% a/a) | 4,2 | 2,0 | 3,4 | 3,1 |
| Inversión (% a/a) | 21,5 | 4,8 | 0,6 | 8,9 |
| Resultado fiscal (% PIB) | -2,5 | -2,6 | -1,5 | -0,7 |
| Cuenta corriente (% PIB) | -2,3 | -2,2 | -2,5 | -3,2 |

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

| | PIB (%a/a) | Inflación (% a/a) | Tipo de cambio (frente al USD) | Tipos de interés (%) |
|-------|---------------|----------------------|-----------------------------------|-------------------------|
| 1T 11 | 4,1 | 6,3 | 1,63 | 11,75 |
| 2T 11 | 3,3 | 6,7 | 1,56 | 12,25 |
| 3T 11 | 2,2 | 7,3 | 1,86 | 12,00 |
| T4 11 | 1,4 | 6,5 | 1,87 | 11,00 |
| 1T 12 | 0,7 | 5,3 | 1,83 | 9,75 |
| 2T 12 | 0,9 | 4,9 | 1,83 | 8,50 |
| 3T 12 | 2,7 | 4,9 | 2,02 | 7,50 |
| T4 12 | 4,3 | 5,0 | 2,03 | 7,50 |
| 1T 13 | 4,9 | 5,5 | 1,99 | 7,50 |
| 2T 13 | 5,0 | 5,6 | 1,97 | 7,50 |
| 3T 13 | 4,0 | 5,4 | 1,99 | 7,50 |
| T4 13 | 3,0 | 5,5 | 1,96 | 7,50 |

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

Coordinación Latam

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente
apuente@bbva.com

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 (i)
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 Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@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 +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com