

Situación Brasil

Segundo Trimestre 2011
Análisis Económico

- **A pesar de la adopción de medidas fiscales y monetarias anticíclicas, el crecimiento se mantiene sólido**, sostenido por unos mercados de crédito y laboral muy favorables. El PIB posiblemente creció un 1,1% t/t durante el primer trimestre, acelerándose con respecto al del segundo semestre de 2010.
- **Esperamos que el gobierno implemente el ajuste fiscal prometido meses atrás, que el Banco Central siga ajustando la política monetaria y la banca pública contribuya a las iniciativas anticíclicas frenando la expansión del crédito.** En este entorno, el PIB posiblemente crezca un 4,0% en 2011.
- **El brusco aumento de la inflación provoca la inquietud de que los precios se estén descontrollando.** Esto ha puesto la inflación en el centro de las preocupaciones y ha dejado las inquietudes por la cuenta corriente en segundo plano. La aceleración de la inflación ha hecho al gobierno más tolerante en materia del tipo de cambio.
- **Prevedemos que las presiones inflacionarias se irán apagando gradualmente, pero aun existe el riesgo de que la economía derive hacia un “equilibrio perverso”** si los efectos de segunda ronda y un importante aumento del salario mínimo el año próximo provoquen que la inflación se mantenga alta.

Índice

1. Entorno internacional: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades	3
2. Primeros días de Dilma Rousseff: matices de la política económica.....	5
3. Esfuerzos por moderar la demanda.....	6
4. El objetivo ahora es la inflación, aunque no habría que perder de vista las cuentas externas.....	8
5. Existe un riesgo de “equilibrio perverso” si la inflación no baja pronto.....	12
6. Tablas de previsiones.....	13

Fecha de cierre: 6 de mayo de 2011

1. Entorno internacional: recuperación, shocks globales y vulnerabilidades

La economía global continúa creciendo a un ritmo robusto, y se mantiene la previsión de crecimiento de un 4,4% tanto en 2011 como en 2012, con el apoyo principalmente de las economías emergentes (Gráfico 1). No obstante, la amenaza de los altos precios de las materias primas (especialmente el petróleo) aumenta la incertidumbre e introduce un riesgo para el crecimiento y la inflación en la mayoría de regiones, incluso en algunas economías que pueden beneficiarse directamente de los altos precios de exportación de las materias primas. Al mismo tiempo, a medida que se desarrolla este shock global, los riesgos locales identificados en la anterior edición del Situación Global continúan más o menos sin variación. Es probable que la tensión financiera en Europa continúe, especialmente en el caso de Grecia, Portugal e Irlanda. La confusión política acerca de las propuestas para comenzar finalmente el proceso de consolidación fiscal en EE.UU. añadirá incertidumbre en los mercados, incluso aunque pensamos que al final se producirá cierta forma de ajuste fiscal. Finalmente, las presiones de recalentamiento en los mercados emergentes continúan, aunque en el futuro serán probablemente una preocupación mayor para Sudamérica por el impulso adicional derivado de los mayores precios de las materias primas.

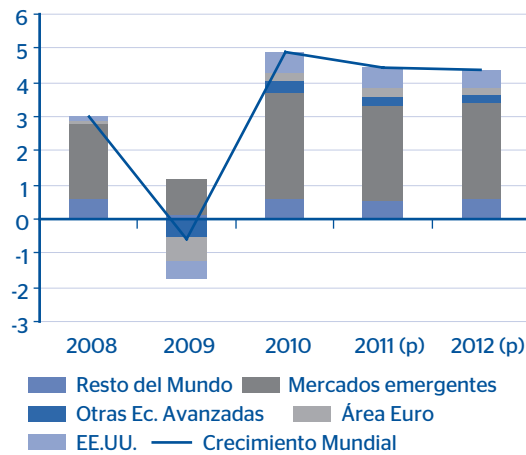
El principal riesgo de carácter global está relacionado con el aumento en los precios del petróleo, provocado desde comienzos de año por la inestabilidad política en Oriente Medio y África del Norte (MENA). Aunque la incertidumbre es alta y las protestas en la región siguen sin resolverse, en nuestra opinión, no se producirá un efecto contagio hasta el punto de interrumpir la producción de petróleo en otros productores de petróleo importantes aparte de Libia. Por tanto, la prima de riesgo geopolítico incorporada en los precios del petróleo se reducirá lenta pero gradualmente, dada la amplia capacidad de producción excedente de la OPEP y los inventarios de la OCDE, ambos por encima de sus medias de los últimos años. No obstante, los precios del petróleo seguirán en niveles altos de aproximadamente 110-120 dólares por barril durante la mayor parte de 2011, para bajar lentamente a alrededor de 100 dólares en 2012.

En este contexto, en el que el precio de otras materias primas, como los alimentos y los metales, también ha aumentado, las principales regiones afectadas (de forma negativa) serán los países desarrollados (EEUU, Europa y Japón) y la mayor parte de Asia emergente, que son los principales importadores de materias primas. Por otra parte, los principales beneficiarios de la mejora de las condiciones comerciales serán Oriente Medio y Latinoamérica, que reciclarán parte de estos ingresos extraordinarios. No obstante, un shock de esta magnitud se absorberá por la economía global sin afectar significativamente a la actividad económica. Esto, junto con unos datos de crecimiento relativamente fuertes en el primer trimestre de 2011, justifica el mantenimiento de la previsión de crecimiento relativamente inalterada en la mayoría de áreas, en comparación con nuestro informe Situación Global de febrero. La principal excepción es México y Sudamérica, donde los fuertes datos en los primeros tres meses de 2011 y los mejores términos de intercambio implican una revisión moderada al alza de nuestras previsiones de crecimiento para 2011. Por su parte, Europa continuará creciendo en mayor grado en los países centrales más que en la periferia, mientras que los riesgos para la previsión de crecimiento estadounidense cambian desde un sesgo al alza hace tres meses hacia un sesgo más equilibrado, o incluso a la baja, por los mayores precios del petróleo y el bache temporal del crecimiento en el primer trimestre.

El efecto principal del shock del petróleo se sentirá en los precios. La mayor inflación en la mayoría de economías en 2011 y 2012 hará que las autoridades monetarias adelanten, y en algunos casos, adopten una senda de subidas de tipos de interés más agresiva (Gráfico 2). No obstante, sigue existiendo una amplia heterogeneidad en los enfoques de los bancos centrales frente a los riesgos derivados de los altos precios del petróleo y de otras materias primas. En particular, en EE.UU. y la zona euro, los bancos centrales están cambiando -en grados diferentes- su enfoque, desde el apoyo al crecimiento o la prevención de un escenario de riesgo de crecimiento muy bajo y deflación hacia el mantenimiento de las expectativas de inflación bajo control, particularmente considerando que la posición de política monetaria es aún muy acomodaticia. Como consecuencia, nuestra previsión adopta un sesgo hacia una mayor probabilidad de subidas anticipadas. El momento en que se producirá el primer aumento depende de la necesidad percibida de reaccionar ante los riesgos potenciales de los efectos de la segunda ronda. El enfoque alcista del BCE consiste en evitar cualquier riesgo mediante la adopción de una actitud preventiva (y de ahí su primera subida en abril), y no parece dispuesto a considerar que el aumento actual de la inflación esté relacionado con un aumento temporal

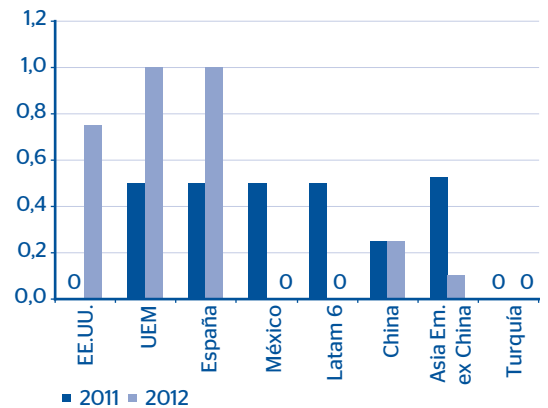
del precio del petróleo. Por otra parte, la Fed, más centrada en la falta de sostenibilidad de la recuperación, prefiere esperar y actuar sólo si los riesgos se materializan. Entre estos dos enfoques, las economías emergentes parecen abiertas a subidas más adelantadas y rápidas, si fuera necesario, aunque con el objetivo también de no fomentar en exceso las entradas de capitales y la apreciación del tipo de cambio.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y Contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
Cambios en las tasas de interés oficiales previstos a final de año respecto a febrero de 2011



Fuente: BBVA Research

En Europa, los acuerdos alcanzados durante las cumbres de marzo son útiles a medio plazo, tanto en términos de reformas económicas como para ayudar a prevenir crisis futuras. Además, los cambios introducidos en el EFSF/ESM son positivos para afrontar las preocupaciones sobre la liquidez. No obstante, las tensiones financieras en los tres países periféricos con apoyo internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) continuarán siempre que persistan las dudas acerca de la solvencia de algunos países y, por tanto, el riesgo de reestructuraciones de deuda que incluyan a los inversores privados. Estas dudas persistentes continuarán perjudicando la financiación de estas economías y sosteniendo altos diferenciales soberanos, lo que podría extenderse a otros países, incluso a aquellos con altas credenciales de solvencia. Por tanto, un enfoque exhaustivo hacia la resolución de la deuda en caso de insolvencia es necesario de forma urgente, pero debe considerar que la aplicación de una dura reestructuración de deuda que incluya recortes para los inversores privados conlleva un riesgo de contagio muy alto para el resto de Europa, de modo que deberá diseñarse con cuidado.

Por su parte, España ha sido capaz de diferenciarse frente a estos tres países periféricos, dados los avances en la consolidación fiscal y las reformas económica, incluyendo, en particular, aquellas dirigidas al sector financiero y al mercado laboral. No obstante, el mantenimiento de ese desacoplamiento y una reducción significativa en los diferenciales soberanos dependerán fundamentalmente de la finalización satisfactoria de la recapitalización del sistema financiero - con una entrada inmediata del capital privado-, del cumplimiento continuado de los objetivos de consolidación fiscal -incluyendo a los gobiernos regionales- y de continuar avanzando en las reformas, especialmente en el mercado laboral.

En EE.UU., el proceso político para alcanzar una senda sostenible para la deuda pública implica negociaciones difíciles entre dos enfoques contrarios para reducir el déficit. Al final, la consolidación fiscal deberá ser consecuencia de una reducción de gastos sociales o unos mayores ingresos fiscales. En nuestra opinión, ambas partes alcanzarán un acuerdo que generará un menor déficit y un cambio sostenible para la deuda, aunque las acaloradas negociaciones políticas hasta que se alcance el acuerdo añadirán más incertidumbre en los mercados, especialmente teniendo en cuenta que la discusión sobre el techo de deuda aporta oportunidades para endurecer las negociaciones.

Las economías emergentes continúan mostrando riesgos de recalentamiento, aunque con una marcada heterogeneidad. Algunos países están comenzando a afrontar estos riesgos mediante una política monetaria más restrictiva y, en algunos casos, también con endurecimiento fiscal, por ejemplo, en los importantes casos de China y Brasil. Creemos que los riesgos de recalentamiento son manejables,

pero, en el futuro, pasarán a ser más pronunciados en Sudamérica, en la medida que un aumento en el precio de las materias primas representa un impulso adicional para Sudamérica pero induciría cierta ralentización en Asia emergente. Además, la posibilidad de que el efecto del terremoto en Japón sobre la actividad en ese país sea mayor a la esperada abre un escenario en el que se podría ralentizar más la actividad económica en la mayor parte de Asia, dados los amplios vínculos comerciales y las cadenas de producción integradas internacionalmente. Además, los superávits por cuenta corriente en gran parte de Asia son una protección mucho mayor para los países en la región, en comparación con Sudamérica.

2. Primeros días de Dilma Rousseff: matices de la política económica

Aunque en gran medida el gobierno de Dilma Rousseff ha estado siguiendo las mismas políticas económicas implantadas desde finales de la administración de que en el gobierno Cardoso, existen algunos matices de la nueva política económica dignos de mención.

Ahora existe una mejor comunicación entre el Ministerio de Economía y el Banco Central (BC) que en el gobierno anterior, lo que ha conllevado una mejor coordinación de las políticas fiscal y monetaria. El primer indicio fue el anuncio de recorte de gastos, acompañado por un reconocimiento oficial del Ministerio de Economía que esta medida facilitaría el trabajo del BC. Por otra parte, el BC ha estado recurriendo no solamente a los aumentos de la SELIC, sino también a medidas macro-prudenciales para controlar la expansión del crédito y enfriar la economía, apaciguando a la vez los temores de apreciación. Estos matices en la implementación de la política monetaria tienen que ver con el nuevo énfasis que pone el BC en garantizar la estabilidad del sistema financiero, además de mantener la inflación bajo control. Esta política monetaria así ajustada también parece ser coherente con el objetivo de bajar los tipos de interés locales hasta los niveles internacionales a medio/largo plazo, lo cual sin duda coincide con los intereses del Ministerio de Economía.

En cuanto a los aspectos fiscales, además de anunciar recortes en el gasto público, el gobierno limitó el ajuste del salario mínimo de 2011 al 1% real, un aumento bastante menos generoso que los implementados durante los gobiernos de Lula, cuando la media de estos ajustes se situaba en el 6% real. Sin embargo, la misma ley estableció un suelo para futuros ajustes del salario mínimo, vinculado a la inflación del año anterior más la media del crecimiento del PIB de los dos últimos años. Por lo que respecta a 2012, esto implicaría una expansión nominal del 13% (en torno al 6% en términos reales) del salario mínimo, con significativas repercusiones en las cuentas fiscales (ya que un tercio del gasto está vinculado al salario mínimo), la demanda interna y las previsiones de inflación¹. Aunque algunos analistas ven margen para cambiar esta ley con el objeto de evitar estos efectos negativos, el coste político de hacerlo sería muy alto y, por consiguiente, no esperamos que el gobierno vaya a hacerlo. Lo que sí esperamos es el anuncio de otras medidas que contrarresten las consecuencias fiscales de este ajuste (como, por ejemplo, más recortes de gastos o incluso aumentos de impuestos).

La adopción de una regla fiscal para reducir la incertidumbre en relación con la futura política fiscal, de lo cual se rumoreó durante la campaña de Dilma, parece haber sido descartada por ahora. Se trata, sin duda, de un retroceso, ya que definir un objetivo permanente (por ejemplo, la generación de un superávit primario equivalente a, al menos, el 3% del PIB, o bien la reducción de la deuda pública neta desde el 39,9% del PIB al 30% hacia el final de la legislatura de Dilma, en 2014) resultaría muy útil para aliviar la presión sobre los tipos de interés y reducir la incertidumbre en cuanto a futuros ajustes del salario mínimo, así como la inquietud por el exceso de gastos en las infraestructuras necesarias para la Copa del Mundo de 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016.

En cuanto al tipo de cambio, parece haber un consenso dentro del gobierno (incluyendo al BC) de que el tipo de cambio está excesivamente apreciado y que deben continuar implementándose medidas para aliviar un poco las presiones sobre el real. Otra opinión dominante dentro del gobierno es que las presiones apreciatorias menguarán una vez que las economías desarrolladas empiecen a recuperarse de manera más sólida en 2012. Aunque podría resultar ser así, las presiones apreciatorias sobre el tipo de cambio pueden demostrar ser más permanentes que un efecto temporal, lo que crearía dificultades para las políticas económicas brasileñas.

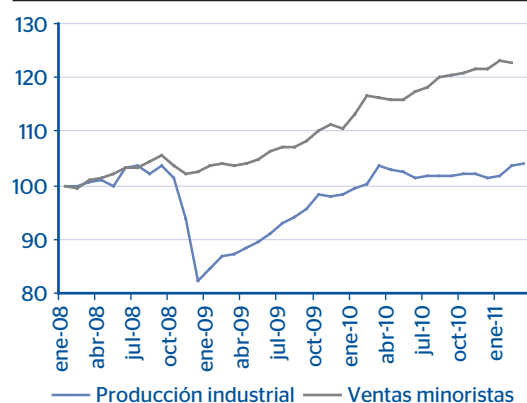
1: Durante los dos próximos años, los ajustes del salario mínimo deberían alcanzar una media del 9% en términos nominales (4,5% en términos reales).

Por último, el gobierno ha estado estudiando reformas políticas y tributarias para presentarlas al parlamento. Aunque, al menos por el momento, no parecen demasiado ambiciosas (en especial las segundas), van en la dirección correcta; es decir, refuerzo y consolidación de los partidos políticos en el primer caso, y reducción de las distorsiones (pero no de la carga tributaria) del actual sistema. Además de estas reformas, han tenido lugar debates positivos acerca de medidas susceptibles de reducir el déficit de la Seguridad Social (1,2% del PIB en 2010), incluyendo acabar con la vinculación entre salario mínimo y pagos de la Seguridad Social, así como retraso en la edad de jubilación.

3. Esfuerzos por moderar la demanda

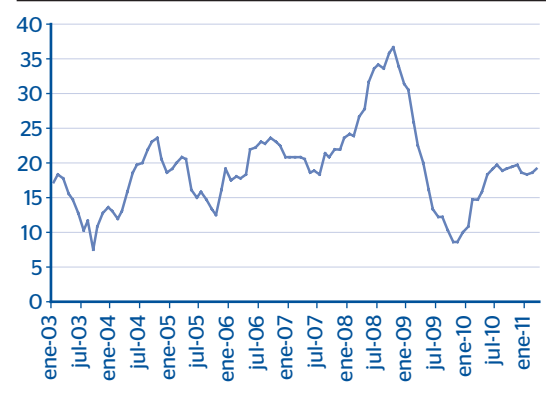
Tras el crecimiento económico del orden del 7,5% en 2010, los responsables de adoptar decisiones económicas han implementado una serie de medidas para moderar la demanda interna: desde enero, la tasa SELIC se ha ajustado al alza en 125 pb, hasta situarlo en el 12,0%; se elevaron los encajes bancarios y los requerimientos de capital; se implementaron impuestos sobre los créditos al consumo y sobre los capitales extranjeros a corto plazo (menos de 2 años), y se anunciaron recortes del gasto público. Sin embargo, hasta el momento las repercusiones de estas medidas sobre la economía han sido relativamente pequeñas.

Gráfico 3
Producción Industrial y ventas minoristas
(Índice enero 2008=100, desestacionalizadas)



Fuente: IBGE

Gráfico 4
Crédito a empresas (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil

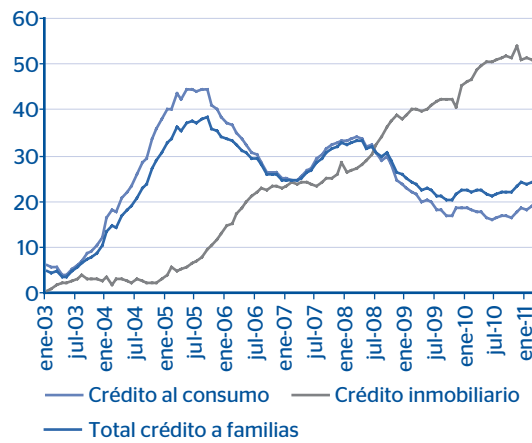
Los indicadores del lado de la oferta, como por ejemplo la producción industrial, apuntan a que la economía se está moderando (véase el Gráfico 3). Sin embargo, esta moderación parece estar relacionada a factores tales como la apreciación del tipo de cambio y a las presiones de costes (especialmente salariales) que a las políticas anticíclicas recientemente implementadas. El empeoramiento de las condiciones del crédito determinado por el ajuste monetario no ha sido suficiente, al menos hasta el momento, para repercutir significativamente sobre el crédito a las empresas. Más exactamente, aunque los tipos de interés al sector corporativo se hayan incrementado desde el 27,9% en diciembre hasta el 31,3% en marzo, y aunque el plazo medio de los préstamos bajó desde 399 a 388 días en el mismo período, el otorgamiento de créditos a este sector alcanzó en marzo un nuevo récord. El total de créditos corporativos se incrementó en más del 19% a/a en marzo en comparación con el 15%a/a del mismo mes del año pasado, y con el 18,7% a/a de finales de 2010 (véase el Gráfico 4).

Los indicadores del lado de la demanda, como las ventas minoristas, han mostrado débiles indicios de moderación (véase el Gráfico 3). La solidez de los mercados de crédito y laboral, en especial, es la que sustenta la fuerza de la demanda doméstica. Con respecto al primero, la preocupación por el exceso de créditos a algunos segmentos del consumo (como el crédito a largo plazo para vehículos) desencadenó la adopción de medidas macro-prudenciales². Estas medidas, conjuntamente con el aumento de la SELIC, generaron un deterioro de las condiciones

2: A pesar de los excesivos préstamos a algunos segmentos, hay pocos indicios de una burbuja de crédito en Brasil. Esta opinión está sustentada en los indicadores de carga financiera, como el servicio de deuda y el total del endeudamiento de las familias como porcentaje de la renta disponible. Esto no debería descartar el riesgo de que una moderación de la actividad económica pudiese repercutir en el sistema bancario, en especial en los bancos más pequeños que, según se sabe, tienen problemas estructurales relacionados con la baja base de depósitos y la onerosidad de la financiación.

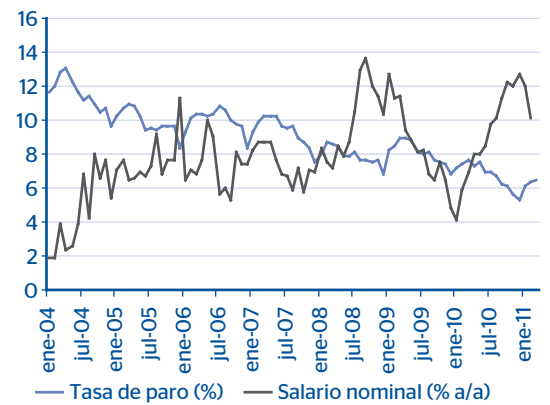
del crédito a las familias (desde finales de 2010, las tasas de interés para estos préstamos subieron 440 pb hasta situarse en el 45%) y una ligera moderación de las concesiones de préstamos a este segmento (la evolución de los créditos al consumo bajó ligeramente desde el 18,8% a/a a finales de 2010 hasta el 18,0% a/a de marzo, y el crédito inmobiliario bajó hasta el 49,6% a/a desde el 51,1% a/a de finales de 2010, como puede verse en el Gráfico 5)³. Con respecto al mercado de trabajo, el desempleo se mantiene en mínimos históricos, los salarios siguen creciendo a fuerte ritmo y existen evidencias generalizadas de escasez de mano de obra (véase el Gráfico 6).

Gráfico 5
Crédito a particulares (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil

Gráfico 6
Mercado laboral. Desempleo y salarios

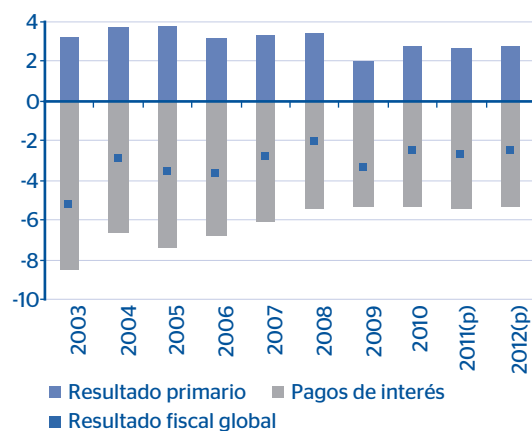


Fuente: IPEADATA

En general, tomando en cuenta los indicadores de la oferta y la demanda, preveamos que el PIB habrá crecido un 1,1% t/t durante el primer trimestre del año. Es una cifra menor que la media observada durante el primer semestre de 2010 (1,9% t/t), aunque mayor que la media del segundo semestre de 2010 (0,6% t/t).

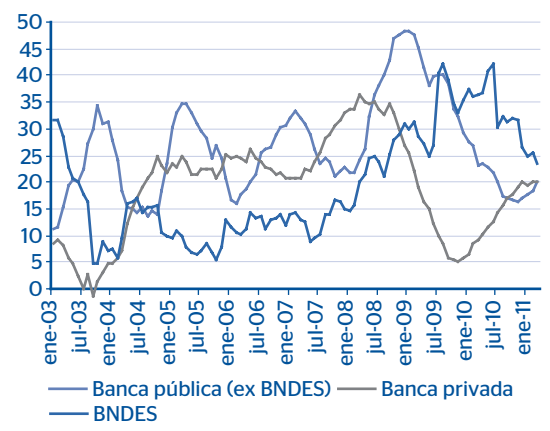
Creemos que las medidas anticíclicas ya implementadas se complementarán con otras medidas políticas en lo que queda de año. Más específicamente, esperamos que la tasa SELIC se ajuste al alza en una o más subidas de 25 pb, y que se implementen más medidas macro-prudenciales para desacelerar el crecimiento del crédito desde el 21% a/a hasta aproximadamente el 13% a/a hacia finales de año.

Gráfico 7
Cuentas fiscales (% del PIB)



Fuente: Banco Central do Brasil y BBVA Research

Gráfico 8
Crédito (% a/a)



Fuente: Banco Central do Brasil y BBVA Research

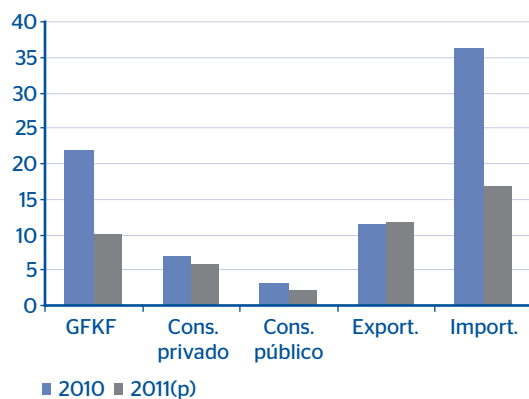
3. A pesar de la clara tendencia a la baja observada en los últimos años (y que se prevé para los próximos), los tipos de interés de Brasil siguen muy altos, lo que alimenta la inquietud por las repercusiones negativas que un deterioro de las condiciones del mercado laboral pudiese tener sobre los mercados de crédito.

En cuanto a las medidas fiscales, creemos que se practicará un recorte de gastos del orden de los R\$ 50.000 millones, y que el superávit primario del sector público se situará en torno al objetivo de los R\$ 118.000 millones (en torno al 2,9% del PIB). Por consiguiente, estos resultados fiscales serán menos expansivos que en 2009, cuando el superávit primario se situó en el 2,0% del PIB, y que en 2010, cuando el resultado primario (excluyendo los resultados extraordinarios de la OPA de Petrobras) fue el 2,1% del PIB⁴ (véase el Gráfico 7).

Otro instrumento para desacelerar el crédito es la moderación, o incluso la reducción, del crédito otorgado por la banca pública, especialmente el BNDES. Los datos recientes indican que los créditos del BNDES ya se están moderando, aunque son necesarias reducciones adicionales por cuanto la tasa de crecimiento actual es demasiado alta (véase el Gráfico 8).

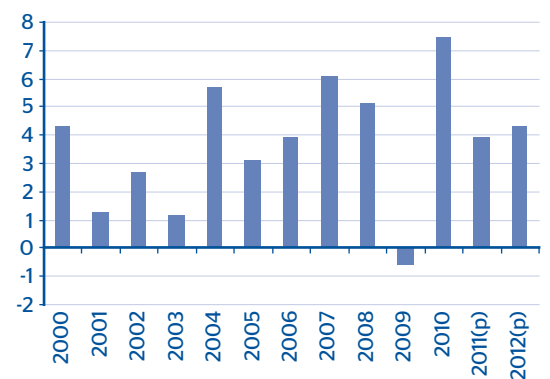
De cara a los próximos trimestres, esperamos que la demanda interna finalmente muestre claros indicios de moderación. Esperamos que esta moderación sea más evidente en el consumo privado que en la inversión, ya que esta ya se ha moderado, al menos parcialmente, y el consumo privado no (los datos más recientes del PIB reflejan que el total de las inversiones creció solamente un 0,7% t/t en el 4T10, en tanto que el consumo privado hizo lo propio un 2,5% t/t en el mismo trimestre), y también porque las políticas anticíclicas tienen por objetivo aquel y no este. En cuanto a 2011, preveemos que el consumo privado crecerá un 4,8%, y el total de las inversiones un 10,0% (véase el Gráfico 9). En lo que respecta a la demanda externa, preveemos que las exportaciones crecerán este año un 11,7%, sustentadas en los muy favorables términos de intercambio y a pesar de la apreciación del tipo de cambio y de las repercusiones negativas del precio del petróleo sobre el crecimiento global. Por otra parte, las proyecciones de las importaciones señalan una expansión del 16,7% en 2011, menos de la mitad observada en 2010, pero más que el crecimiento de las exportaciones, consecuencia del dinamismo de la demanda interna. En total, el PIB de este año debería crecer un 4,0% (véase el Gráfico 10).

Gráfico 9
PIB por componentes de la demanda (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 10
Evolución del PIB (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

4. El objetivo ahora es la inflación, aunque no habría que perder de vista las cuentas externas

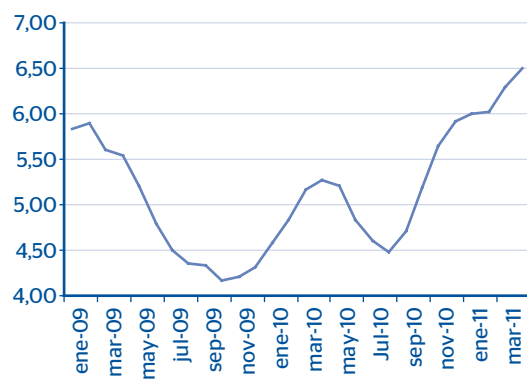
La inflación general alcanzó el 6,51% a/a en abril, superando por primera vez en seis años el límite superior del objetivo de la inflación (6,5% a/a). Además, la encuesta de analistas realizada por el Banco Central indica que las previsiones de inflación para el presente año han ido creciendo continuamente hasta llegar al 6,4% a/a (véanse los Gráficos 11 y 12). Para finales de 2012, las previsiones de la inflación se sitúan en el 5,0% a/a, cifra ya mayor que el objetivo del 4,5%.

4. Sin embargo, esta iniciativa fiscal será contrarrestada por mayores pagos de tipos de interés (debido a una tasa SELIC media superior a la de 2010), y el resultado fiscal total (por definición, equivalente al superávit primario más el pago neto de intereses) debería situarse en torno al -2,7% hacia finales de año, cifras ligeramente peores que las de 2010, cuando el resultado fiscal total fue del -2,6% del PIB. A pesar de este ligero deterioro, la deuda neta del sector público como porcentaje del PIB debería bajar desde el 40,1% en 2010 al 39,0% en 2011 gracias al crecimiento del PIB. Nuestras previsiones a mayor plazo muestran que este ratio mantendrá su tendencia a la baja en los próximos años, y que posiblemente alcanzará el 35% hacia finales de 2015.

Como en todas partes, las presiones inflacionistas se ven impulsadas por los precios de las materias primas. Por ejemplo, la inflación de alimentos y bebidas ya se sitúa en el 8,0% a/a (tras crecer en más de un 10% a/a en diciembre y enero). En este momento, los precios de los combustibles aumentan a un 11,7% a/a, a pesar de la política de Petrobras de retrasar el ajuste de los precios con el fin de evitar un deterioro adicional de la inflación.

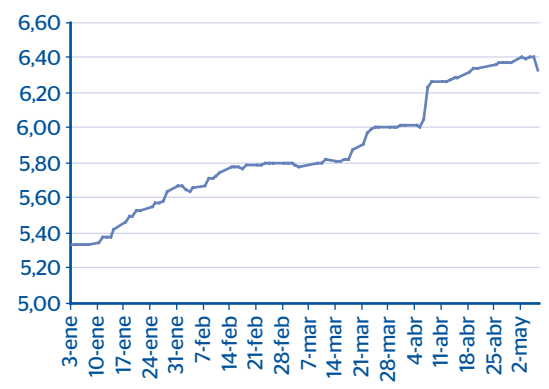
No obstante, los precios no solamente están siendo empujados por las materias primas, sino también por el fuerte dinamismo de la demanda interna. La última vez que se midió, la inflación del sector servicios alcanzaba el 8,0% a/a. La inflación de bienes no transables se situaba en el 7,7% a/a, mayor que la de bienes transables, que en abril crecía a un ritmo del 6,0% a/a. En este momento, la inflación subyacente se aproxima al 6,5% a/a y va en aumento.

Gráfico 11
Inflación (IPCA; %, a/a)



Fuente: IBGE

Gráfico 12
Expectativas de inflación para finales de 2011

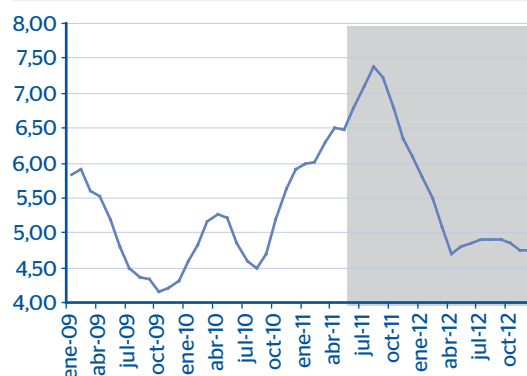


Fuente: estudio del Banco Central

Además de la presión de las materias primas y de la demanda, la inflación también ha cabalgado sobre los efectos de la segunda ronda (ahora, los salarios crecen a aproximadamente un 10,0% a/a) y sobre los diversos mecanismos de indexación que siguen presentes en la economía brasileña.

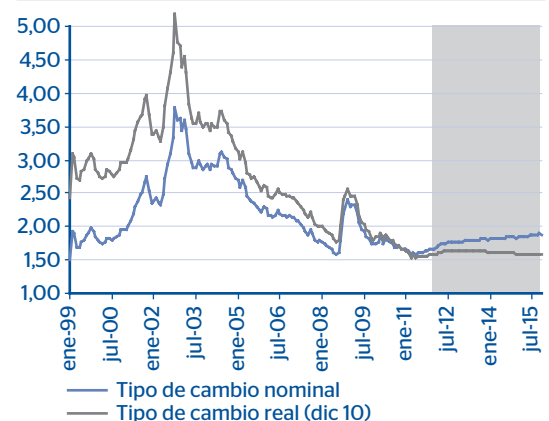
Creemos que la demanda domestica se irá moderando gradualmente en los próximos meses. Esto debería aliviar la inflación, y si los precios de las materias primas empiezan a bajar, habrá cierto margen para el descenso de la inflación. En términos mensuales, esta moderación podría iniciarse en el segundo trimestre. Sin embargo, en términos interanuales, la inflación seguirá aumentando al menos hasta agosto, debido al efecto base (la inflación de junio, julio y agosto de 2010 fue del 0,0% m/m). Más exactamente, lo más probable es que la inflación anual alcance el 7,0% hacia mediados de año antes de retroceder gradualmente hasta aproximadamente el 6,0% a/a hacia finales de año (previsión del BC: 5,6% a/a; previsión del mercado: 6,3% a/a) y en torno al 4,8% a/a hacia finales de 2012 (previsión del BC: 4,6% a/a; previsión del mercado: 5,0% a/a).

Gráfico 13
Previsiones de inflación (% a/a)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 14
Previsiones del tipo de cambio (real por dólar)



Fuente: BBVA Research

El brusco y repentino deterioro de las cifras de la inflación, conjuntamente con cierta inquietud por la política del BC, que ha adoptado un tono menos agresivo que en el pasado, centrándose en medidas macro-prudenciales a principios de año, desencadenó la preocupación de que los precios pudiesen estar descontrolándose. Esto ha puesto la inflación en el centro de las preocupaciones actuales y ha dejado las inquietudes por el déficit por cuenta corriente y por la apreciación del real en segundo plan.

La aceleración de la inflación parece haber hecho al gobierno más tolerante al fortalecimiento del real, al menos temporalmente. Confirma esta percepción el reciente cambio de tono del Banco Central y la falta de medidas para aliviar el tipo de cambio, a pesar del hecho de que ahora se sitúa por debajo de la marca de 1,60. En nuestra opinión, esta mayor tolerancia a la apreciación de la moneda es una estrategia temporal, y no permanente, para contribuir a bajar la inflación. Por consiguiente, una vez que la inflación empiece a bajar (hacia finales de este año o principios de 2012), creemos que se adoptarán nuevas medidas para evitar una apreciación excesiva del real.

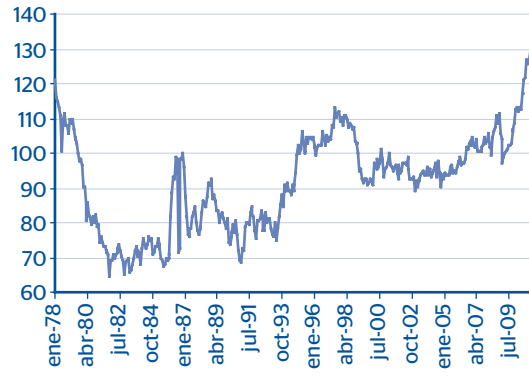
Por lo que respecta a la política monetaria, tras demostrar una actitud más benigna hacia la inflación y un tono más flexible en el primer trimestre del año, el Banco Central ha reajustado su estrategia. Los tipos de interés SELIC se situaron nuevamente en el centro del escenario, dejándose las medidas macro-prudenciales como herramienta secundaria. Según sus recientes comunicados, el Banco Central prolongará los ajustes de los tipos de interés hasta que bajen las cifras de las previsiones de la inflación de 2012. De hecho, esperamos que el BC comience a afinar su política monetaria de ahora en adelante: tras desacelerar el ritmo de aumentos de la SELIC desde 50 pb a 25 pb en la última reunión de política monetaria (abril), el BC debería ajustar al alza los tipos en 25 pb en junio. Aunque creemos que será el último aumento, no pueden descartarse ajustes adicionales de 25 pb durante el segundo semestre del año.

Es sobre esta lectura de las recientes medidas económicas sobre la que se basa nuestra previsión de tipos de cambio: creemos que el real seguirá presionado durante los próximos meses, tras lo cual comenzará gradualmente a depreciarse en términos nominales (véase el Gráfico 14). Esta depreciación gradual y limitada del real también se apoyará en la recuperación de las economías desarrolladas y en las estrategias de salida afines (que posiblemente impacten las entradas de capitales) y en cierta reducción de los precios de las materias primas (lo que supondría un deterioro de los términos de intercambio de Brasil).

Aunque es probable una pequeña corrección del tipo de cambio, no prevemos que vaya a devaluarse hasta sus niveles históricos. En otras palabras: aunque las condiciones de intercambio están en niveles excepcionalmente altos (un 39% más que la media histórica, como puede verse en el Gráfico 15) y aunque las entradas de capitales son cada vez más significativas (el pasivo externo de Brasil experimentó un fuerte incremento, desde los USD 343.000 millones en 2002 hasta los USD 1,237,000 millones 2010; véanse también más datos sobre esta cuestión en el Gráfico 17 y en la Tabla 1), su prevista corrección es más un ajuste de ritmo que un cambio de tendencia. Por consiguiente, el real -que en este momento está apreciado un 25% con respecto a su media a largo plazo, como lo sugiere el análisis del tipo de cambio efectivo real (véase el Gráfico 16) - debería continuar más apreciado que en el pasado a pesar de la probable corrección.

En este entorno, una brusca devaluación del tipo de cambio parece poco probable, aunque su fuerte dependencia en variables volátiles, como los precios de las materias primas y las entradas de capital (en lugar de en incrementos de la productividad) podrían ser una fuente de problemas en el futuro.

Gráfico 15
Términos de intercambio (Índice 2006=100)



Fuente: FUNCEX, IPEADATA

Gráfico 16
Tipo de cambio efectivo real (Índice jun 1994=100)

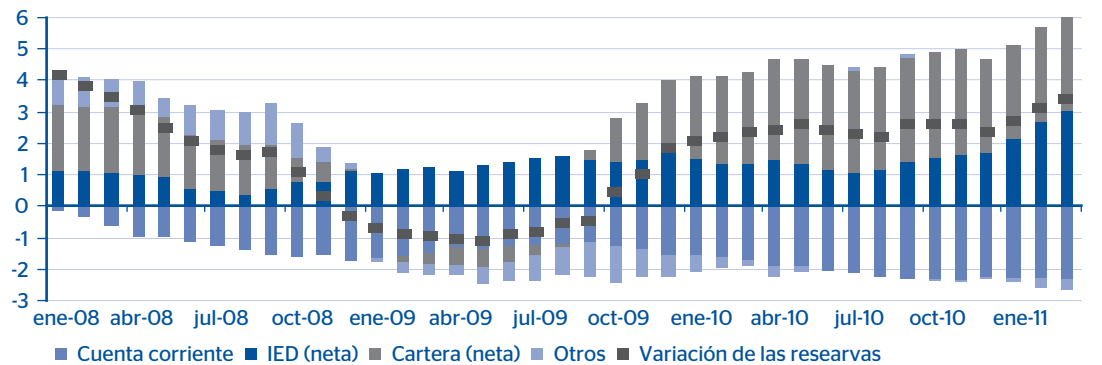


Fuente: Banco Central do Brasil

Aunque la inquietud por la cuenta corriente está parcialmente oculta por la preocupación por la inflación y por unos términos de intercambio extremadamente altos (en este momento, un 15% superiores a los observados antes del comienzo de la crisis global, y un 40% mayores que la media histórica), el continuo incremento del déficit por cuenta corriente conlleva ciertos riesgos.

Recientemente, el déficit por cuenta corriente alcanzó el 2,3% del PIB, y creemos que se situará en torno al 2,6% hacia finales de año, en especial debido al enorme déficit en la balanza de ingresos y servicios, que este año podría llegar hasta el 3,3% del PIB (véase la Tabla 1). La buena noticia, que también contribuye a aliviar la inquietud por las cuentas externas, es que las entradas de IED han sido sorpresivamente positivas en los últimos tiempos. Los flujos de IED como porcentaje del PIB avanzaron desde el 1,3% a mediados de 2010 hasta el 2,8% de marzo, más que suficiente para financiar el déficit por cuenta corriente.

Gráfico 17
Balanza de pagos (anual; % PIB)



Fuente: Banco Central do Brasil

Tabla 1

Balanza de pagos (% PIB)

	2010	2011	2012
1) Cuenta corriente	-2,3	-2,6	-3,4
1.1) Balanza comercial	1,0	0,5	-0,1
1.2) Balanza de ingresos y servicios	-3,4	-3,3	-3,5
1.2.1) Servicios	-1,5	-1,4	-1,4
1.2.2) Ingresos	-1,9	-1,9	-2,0
1.3) Transferencias internacionales	0,1	0,2	0,2
2) Cuentas de capital y financieras	4,8	4,3	3,9
2.1) Cuentas de capital	0,1	0,1	0,1
2.2) Cuentas financieras	4,7	4,2	3,7
2.2.1) IED (neta)	1,8	2,2	1,8
2.2.2) Inversiones en cartera (neta)	3,1	1,8	2,0
2.2.3) Otros (incluye errores y discrepancias)	-0,3	0,2	0,0
5) Variación de las reservas (-1)+(-2) (- = incremento)	-2,3	-1,7	-0,5

Fuente: BBVA Research

Otros factores, como el volumen de las reservas internacionales (que ascienden al 14,7% del PIB) y las exportaciones de petróleo también contribuyen a una visión más benigna de la cuenta corriente en el medio/largo-plazo. Sin embargo, si los precios de las materias primas vuelven a sus niveles históricos o si el optimismo exterior con respecto a Brasil desapareciese, se produciría una súbita corrección de la cuenta corriente, con repercusiones potencialmente perjudiciales para la economía.

5. Existe un riesgo de “equilibrio perverso” si la inflación no baja pronto

Aunque existen buenas probabilidades de un escenario favorable, en el que la inflación converja gradualmente hacia el objetivo en 2012, también creemos que hay una importante probabilidad de que la economía brasileña derive hacia un “equilibrio perverso” caracterizado por inflación alta, tipos de interés elevado y crecimiento moderado fomentado por la inversión pública.

Se trata de un escenario con un tipo de cambio demasiado apreciado, basado en términos de intercambio favorables al comienzo y en las exportaciones de petróleo después, haciendo al país demasiado vulnerable a una súbita caída de los precios de las materias primas. En esta situación, la inflación seguiría alta durante todo el año y subiría tras un importante aumento del salario mínimo a comienzos del siguiente, cuando el gasto público y privado en infraestructuras comience a repuntar a medida que se aproxime la Copa del Mundo.

A largo plazo, la evolución de la cuenta corriente se convertirá en el principal obstáculo del crecimiento económico. Implica también un riesgo significativo de que Brasil se haga más proteccionista, ya que si el real se aprecia todavía más se erosionará la competitividad de las exportaciones distintas de las materias primas, y las importaciones ocuparán importantes cuotas de mercado en Brasil a expensas de los fabricantes locales.

En este escenario, el país tendrá muchos problemas para recortar los tipos de interés hasta los niveles internacionales durante los próximos años, ya que la política monetaria tendrá que compensar la política fiscal expansiva.

6. Tablas de previsiones

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	7,5	4,0	4,4
Inflación (% a/a, promedio)	5,0	6,6	5,0
Tipo de cambio (frente al USD, promedio)	1,75	1,63	1,73
Tipo de interés (% , promedio)	10,00	12,00	12,00
Consumo privado (% a/a)	7,0	5,6	4,6
Consumo público (% a/a)	3,3	2,0	3,5
Inversión (% a/a)	22,0	10,0	10,4
Balanza fiscal (% PIB)	-2,5	-2,7	-2,6
Cuenta corriente (% PIB)	-2,3	-2,6	-3,4

Fuente: BBVA Research

Tabla 3

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a)	Tipo de cambio (frente al USD)	Tipo de interés (%)
1T 10	9,3	4,9	1,80	8,75
2T 10	9,2	5,1	1,80	9,75
3T 10	6,8	4,6	1,74	10,75
4T 10	5,0	5,6	1,69	10,75
1T 11	3,9	6,1	1,66	11,42
2T 11	3,3	6,6	1,58	12,10
3T 11	4,0	7,2	1,61	12,25
4T 11	4,7	6,4	1,64	12,25
1T 12	4,6	5,5	1,67	12,25
2T 12	4,6	4,8	1,73	12,25
3T 12	4,4	4,9	1,76	12,25
4T 12	3,9	4,8	1,78	11,42

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@grupobbva.com

BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:**Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@grupobbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@grupobbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@grupobbva.com

*España y Europa:***Rafael Doménech**

r.domenech@grupobbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@grupobbva.com

Estados Unidos y México:

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

Escenarios Económicos y Financieros :

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@grupobbva.com

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@grupobbva.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.rodriquez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 - 7ª planta

28046 Madrid (España)

Tel.: +34 91 374 60 00 y 91 537 70 00

Fax: +34 91 374 30 25

bbvaresearch@grupobbva.com

www.bbvaresearch.com

Depósito legal: M-31254-2000