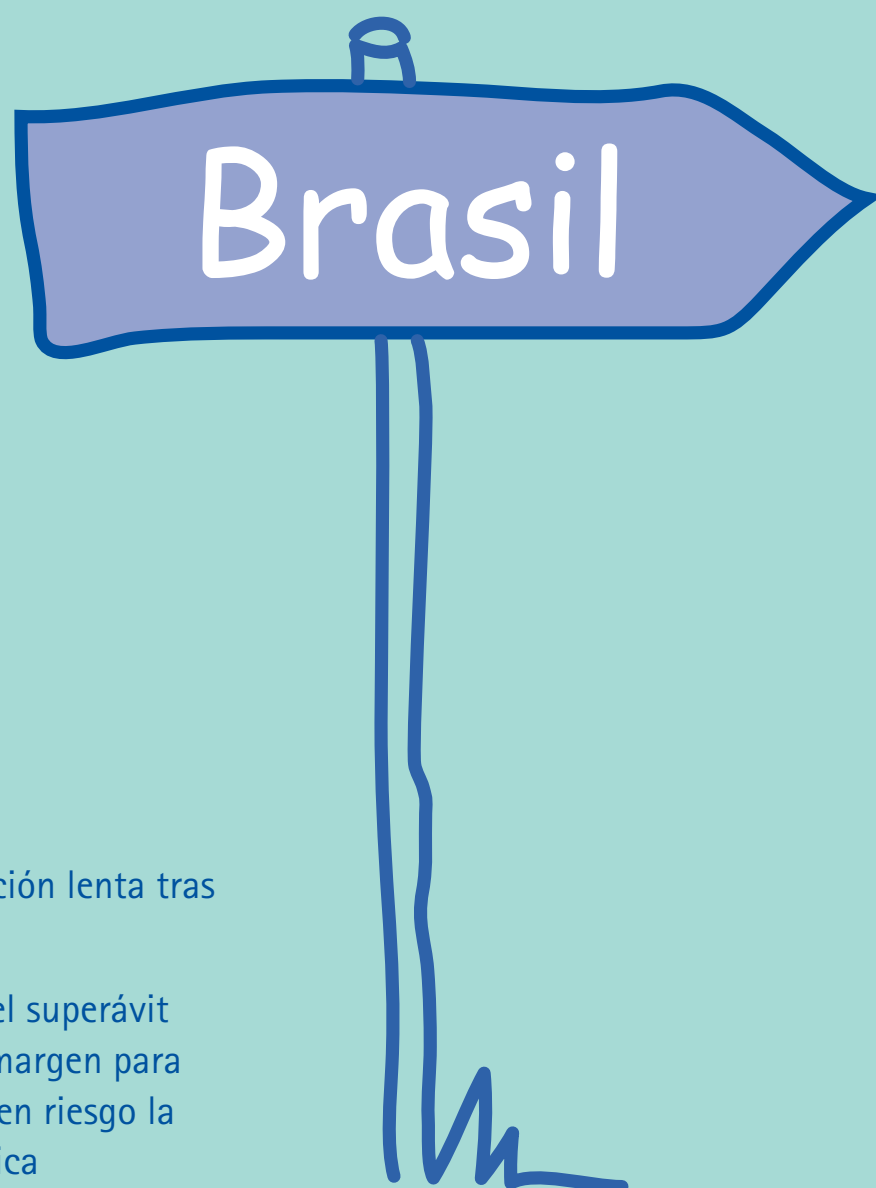


Situación

Servicio de Estudios Económicos

Primer semestre 2009



Actividad económica: recuperación lenta tras una fuerte caída repentina.

La reducción de los objetivos del superávit primario no creará demasiado margen para políticas anticíclicas ni pondrá en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública

Los tipos de interés están en mínimos históricos y seguirán bajando.

¿Hacia donde irá la tasa de morosidad?

Índice

Fecha de cierre: 12 de junio de 2009

Editorial	2
El entorno internacional	3
El entorno macroeconómico	6
Recuadro 1: Previsión de créditos morosos	12
Recuadro 2: ¿Qué hay detrás de la reciente trayectoria de la Balanza Comercial?	13
Estadísticas	14

Este informe fue coordinado por:

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Este informe fue preparado por:

Enestor Dos Santos
Marcos José Dal Bianco

enestor.dossantos@grupobbva.com
marcosjose.dal@grupobbva.com

Editorial

En lugar de desengancharse de la crisis internacional, Brasil se encontró repentina y bruscamente afectado por las turbulencias globales. El país entró técnicamente en recesión, dado que el PIB cayó un 3,6% t/t el último trimestre de 2008 y un 0,8% t/t en el primer trimestre de este año. No obstante, ya están apareciendo los primeros indicios de recuperación y en este momento la duda no es si la recuperación ya ha empezado, sino cuál es su ritmo.

Creemos que la recuperación será lenta ya que, los mercados de trabajo probablemente seguirán deteriorándose, el margen de maniobra para políticas fiscales eficaces es muy limitado y la demanda exterior seguirá siendo débil. Aunque la economía brasileña comenzará a presentar mayores índices de crecimiento en el segundo trimestre de 2009, en lo que respecta al ejercicio entero, nuestras previsiones siguen apuntando a una caída del PIB.

Para mitigar las repercusiones de la crisis, el Banco Central ya ha recortado los tipos de interés oficiales (SELIC) en 450 pbs, y preveemos que los recortará en 75 pbs más en lo que queda de año, con lo que 2009 se cerraría en 8,50%. Esto supone un importante cambio con respecto a recesiones anteriores, en las que los tipos de interés tuvieron que aumentarse para proteger la moneda. Por ejemplo, en 2001 el SELIC fue aumentado en 325 pbs, en tanto que el PIB se contraía. Lo mismo ocurrió en 2003, el periodo recesionario más reciente, cuando el tipo de interés fue incrementado en 100 pbs.

En este momento, el SELIC se encuentra en mínimos históricos. Además, se están comenzando a producir algunos cambios que posibilitarían que los recientes recortes sean permanentes. Poco tiempo atrás, el gobierno presentó un proyecto para vincular las cuentas de ahorro al SELIC. En este momento tienen un tipo fijo, lo cual provoca distorsiones en la asignación de los recursos de inversión cuando los tipos de interés son bajos.

La recuperación de la economía prevista para 2010, chocará con el bajo nivel del SELIC, pero lo más probable es que el gobierno y el Banco Central intentarán buscar la forma de hacer permanentes los recientes recortes.

También en el aspecto fiscal esta crisis es diferente de las anteriores. Por primera vez el gobierno tiene margen para implementar una política fiscal anticíclica. En las crisis precedentes, las cuentas públicas solían deteriorarse como consecuencia de los mayores tipos de interés y porque un significativo porcentaje de la deuda estaba denominado en dólares. En esta ocasión no es así, sin embargo, existe un margen limitado para las políticas fiscales. En el pasado, el país no ahorró lo suficiente como para acumular reservas de cara a los malos tiempos, y la generación de mayores déficits públicos no es una buena opción porque la deuda pública sigue en niveles altos.

Esta evolución positiva de la política macroeconómica es consecuencia de las importantes mejoras estructurales de las cuentas públicas: el sector público brasileño es hoy un acreedor neto de divisas. Esto es el resultado de la reducción de la deuda pública externa como porcentaje del PIB, así como de la significativa acumulación de reservas internacionales. Esta última es una de las causas por las que el Banco Central tiene margen para relajar su política monetaria. La otra es la credibilidad conseguida al sofocar la inflación. Todos estos cambios fundamentales están llamados a ser permanentes, y permitirán que la economía brasileña sea en el futuro más resistente a las sacudidas adversas.

La crisis ha creado un mayor margen de error para las políticas públicas. Sin embargo, las medidas adoptadas por el gobierno y el Banco Central siguen apuntadas en la dirección correcta y, por consiguiente, refuerzan la opinión de que el país saldrá fortalecido de la crisis.

El entorno internacional

Tras un comienzo de año complejo, con altas tensiones financieras y fuertes caídas de la actividad, en el segundo trimestre las presiones se han mitigado

Desde principios de año, el entorno económico se caracteriza por altos niveles de tensión en los mercados financieros, incluso a pesar de que varios indicadores han mostrado una considerable mejora en el curso del mes pasado. Así, en mayo los certificados de depósito bancarios estadounidenses alcanzaron su nivel más bajo desde la caída de Lehman Brothers, en tanto que los europeos (que se mantuvieron por debajo de sus homólogos transatlánticos) llegaron a su mínimo desde noviembre de 2009. Además, se han producido importantes correcciones en los mercados interbancarios: el diferencial del OIS a tres meses entre EE.UU. y la UEM alcanzó su punto más bajo desde principios de 2008.

En los primeros meses del año, la contracción de la economía global fue un elemento fundamental para mantener estos altos índices de aversión al riesgo. Los datos del 1T09 reflejaron una fuerte caída de la actividad en EE.UU. (-1,6% t/t), con un ritmo de retroceso muy similar al del 4T08. En Europa, los indicadores mantuvieron un tono extraordinariamente negativo, con una caída trimestral del PIB del 2,5% en el 1T09, mayor que el -1,6% del 4T08. No obstante, el tono general de los indicadores de actividad económica que vimos en los datos de abril y mayo es menos negativo. Esto implica que el ritmo de retracción de la actividad puede estar aminorando, aunque a corto plazo seguirá registrándose un crecimiento negativo. Los mercados reaccionaron muy positivamente a este probable punto de inflexión, aunque debido a la incertidumbre en cuanto a la duración de la crisis, esta evolución puede resultar tener fundamentos vulnerables.

Nuevas medidas públicas para estabilizar la situación

En este contexto, los gobiernos han impulsado medidas para contrarrestar la crisis financiera global. La estadounidense sigue siendo la economía que más progresos ha realizado en la adopción de estas políticas, con un nuevo paquete de medidas tendentes a estabilizar el sistema financiero. Un elemento fundamental de este programa fue la realización de pruebas de resistencia a los balances de las principales instituciones bancarias, que dejaron en evidencia las necesidades de capital del sistema. En consecuencia, 10 de las mayores instituciones financieras de EE.UU. deben captar 75.000 millones de dólares de capital adicional en los próximos 6 meses. Estos resultados fueron muy bien recibidos por el mercado y puede atribuírseles una gran parte de la reciente mitigación de las tensiones financieras. Un segundo pilar es el Programa de Inversiones Públicas-Privadas (PPIP, por sus siglas en inglés), establecido para atraer a inversores privados a comprar activos tóxicos a los bancos mediante fondos en los que el capital será aportado conjuntamente por los sectores público y privado, con un nivel de apalancamiento significativamente alto. Por último, la Administración Obama ha implementado un plan para facilitar el acceso a la vivienda que incluye la ampliación de las líneas de crédito para refinanciar hipotecas, así como subsidios a las instituciones financieras para que cambien las condiciones de las hipotecas a las familias en riesgo de impago. Nuestra evaluación de la estrategia de estabilización de la banca es positiva, aunque la implementación plena de los planes aprobados parece altamente compleja, además de que sus repercusiones pueden ser limitadas a menos que todos los elementos se combinen adecuadamente.

También la Reserva Federal ha jugado un papel fundamental en el proceso de estabilización financiera y se ha enfrentado al riesgo deflacionario principalmente mediante la adquisición de activos. Así, la Fed ha implementado un plan de compra de bonos hipotecarios valo-

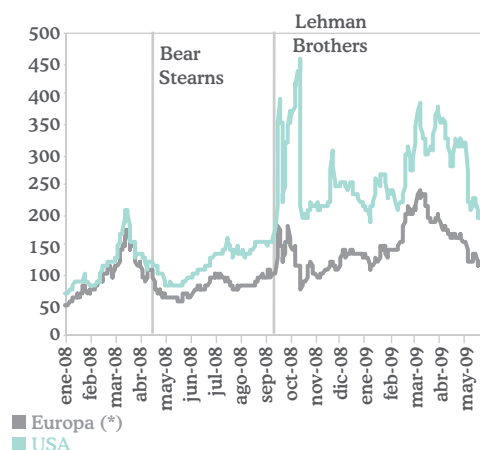
Indicador de tensiones financieras



Fuente: Servicio de Estudios

Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de las bolsas, CDS bancarios, corporativos y soberanos (en el caso europeo).

Bancos: CDS deuda senior 5 años (pbs)



Fuente: Bloomberg

* Bancos Incluidos: Barclays, RBS, Iloyds, HSBC, Alliance & Bingley, Standard Chartered, Allied Irish Bank, BNP, Deutsche Bank, ING, Unicredit, UBS, Credit suisse, Credit agricole, Societe Generale, Intesa, BBVA y Santander.

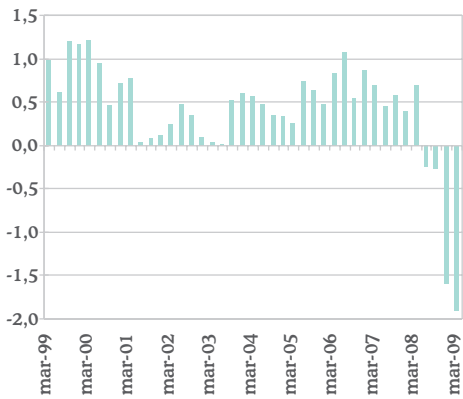
Mercados interbancarios: diferencial OIS a 3 meses

(3M LIBOR - 3M OIS)



Fuente: Bloomberg

UEM: crecimiento del PIB
(intertrimestral)



Fuente: Bloomberg

Tipo de interés de una hipoteca media a 30 años en EE.UU.



Fuente: Bloomberg

rado en 1.250 billones de dólares y de hasta 300.000 millones de deuda pública. La Fed también tiene previsto participar activamente en la financiación del PPIP a través del programa TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility), que podría alcanzar en torno al billón de dólares.

En Europa, la estabilización financiera ha estado basada fundamentalmente en numerosas y diversas iniciativas a nivel nacional. Así, Alemania e Irlanda están dando los toques finales a un programa de compra de activos tóxicos a los bancos. El Banco Central Europeo (BCE) continuó su proceso de recortar los tipos de interés, que ahora se sitúan en el 1%. La autoridad monetaria europea decidió proseguir sus subastas semanales de liquidez a través del sistema de asignación a tipo fijo mientras siga siendo necesario, y en todo caso más allá de 2009. El plazo de devolución de los préstamos del BCE ha sido prorrogado a 12 meses. Además, en mayo anunció que compraría bonos bancarios por valor de 60.000 millones de €, aunque todavía no se conocen los detalles de este plan.

La adopción de estas medidas está justificada, ya que a corto plazo el principal riesgo es que la persistencia de la debilidad económica mantenga las tasas de inflación negativas durante demasiado tiempo. Además, aunque los balances de los bancos centrales se están ampliando rápidamente (especialmente en el caso de la Reserva Federal), las instituciones supervisoras no deberían tener dificultades para enjugar rápidamente la liquidez llegado el momento, como hizo el Banco de Japón al implementar su programa de política monetaria no convencional.

A pesar de la estabilización y de las medidas adoptadas, la recuperación sigue siendo incierta

La eficacia de las políticas dirigidas a optimizar los sistemas financieros de una parte, y las políticas fiscales que apuntan a impulsar la demanda de la otra, serán el principal centro de atención en los próximos meses. Su éxito dependerá, en gran medida, de las respuestas a tres interrogantes: ¿Cuándo comenzará la recuperación? ¿Cuál será el grado de rapidez de la recuperación? ¿Cuáles serán las economías más dinámicas?

A pesar del hecho de que estas medidas están teniendo repercusiones favorables en la economía, los elementos de una posible recuperación en 2010 siguen estando rodeados por la incertidumbre. Los datos recientes parecen apuntar a que la recesión ha tocado fondo y, en consecuencia, es posible que las caídas del PIB en los próximos trimestres no sean tan bruscas. No obstante, creemos que si la economía logra salir de la recesión en 2010, sus índices de crecimiento reales serán muy moderados y se situarán por debajo de su potencial. Además, cualquier recuperación posiblemente se producirá más tarde en Europa, ya que allí las medidas de estabilización financiera y de política monetaria se adoptaron con retraso. Esta incertidumbre obligará a los bancos centrales a mantener bajos los tipos oficiales durante un período prolongado.

Los países emergentes están sintiendo la crisis global, aunque están recibiendo un apoyo considerable

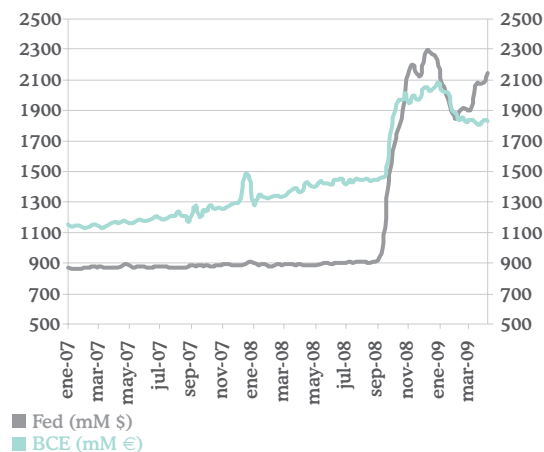
Los indicadores financieros reflejaron el mes pasado una evolución muy favorable tras el brusco deterioro experimentado el último trimestre del año pasado y que se extendió durante el primero del actual. Los diferenciales de riesgo país han sufrido un fuerte ajuste, las presiones depreciadoras sobre las monedas se han invertido e incluso los flujos de entrada de capitales en los países emergentes han vuelto al terreno positivo, lo cual ha conllevado significativas subidas de los índices bursátiles.

No cabe duda de que uno de los factores que ha contribuido a esta situación ha sido la moderación de la aversión al riesgo a nivel global. Sin embargo, es necesario mencionar al menos dos factores adicionales. De una parte, el reconocimiento de lo que la cumbre del G20 ha supuesto para los mercados emergentes, con el incremento de la aportación de recursos a través del Fondo Monetario Internacional (FMI). Esto se complementó con la creación de una nueva línea de crédito del FMI, que podrá ser utilizada por países con fundamentos económicos sólidos que puedan estar expuestos a problemas temporales de financiación. Se trata de un instrumento previsto para evitar, más que para solucionar, posibles crisis en los mercados emergentes. El éxito de esta nueva fórmula ya ha sido confirmado por los préstamos tomados por algunos países, como México, Polonia y Colombia, y por la positiva reacción de los mercados. Por último, aunque no menos importante, deben mencionarse las medidas adoptadas a nivel interno para suavizar las repercusiones de la crisis. Observamos que, en diferentes grados, un gran número de países emergentes han adoptado políticas de demanda, fiscales y monetarias cuyas consecuencias sobre la actividad se sentirán durante el segundo semestre del año, y en algunas economías ya en el 2T09. China es claramente el ejemplo más destacado dentro del mundo emergente, tras la aprobación de un sustancial paquete de estímulo fiscal (el 16% del PIB en dos años) y la excepcional relajación de las condiciones monetarias, que han alentado la reactivación del crédito al sector privado. También es de destacar América Latina, ya que por primera vez en esta crisis se ha encontrado en posición de poder aplicar políticas anticíclicas.

No obstante, las repercusiones de la crisis en la actividad de los países emergentes han sido importantes. El ajuste del PIB en el 4T08 fue demasiado repentino, básicamente como resultado del colapso del comercio internacional, que provocó un ajuste a la baja de las previsiones en los primeros meses del año. Sobre este particular, es importante hacer hincapié en el alto grado de heterogeneidad dentro del mundo emergente. Las conocidas vulnerabilidades de la Europa emergente —profundos desequilibrios fiscales y externos, fuerte crecimiento del crédito acompañado por un alto desfase de las divisas y alta dependencia en la financiación externa— conllevaron ajustes muy intensos. Así, se estima que el PIB de la región caerá en 2009 en torno al 6% (y, en algunas economías, hasta el doble de esta cifra), lo cual comporta un elemento de riesgo para las economías de Europa occidental. En general, se prevé que en los años venideros los mercados emergentes, con Asia a la cabeza y con caídas muy moderadas del PIB en América Latina, crecerán a ritmos muchos más altos que las economías desarrolladas.

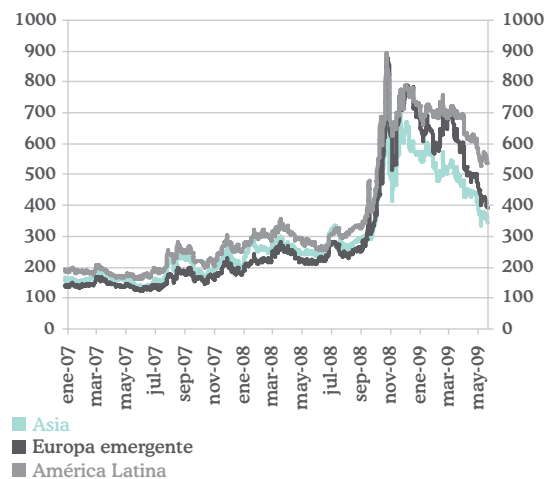
A pesar de la debilidad de la demanda global, en el primer trimestre de 2009 los precios de las materias primas aumentaron por encima de las medias históricas. Más recientemente, los precios de las materias primas volvieron a aumentar significativamente como consecuencia de los importantes recortes de producción y de la percepción de los mercados financieros de que ya ha pasado lo peor de la crisis. Los recientes recortes de la oferta y las perspectivas de valoración del dólar deberían limitar la actual tendencia alcista de los precios de las materias primas, aunque su nivel seguirá respaldando a las economías de América Latina.

Bancos Centrales: activos totales



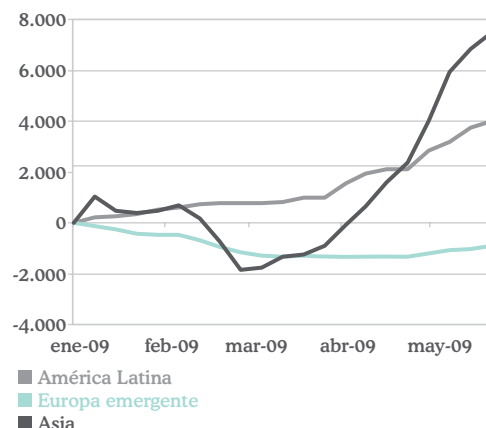
Fuente: Datastream

Diferenciales EMBI



Fuente: Datastream y JP Morgan

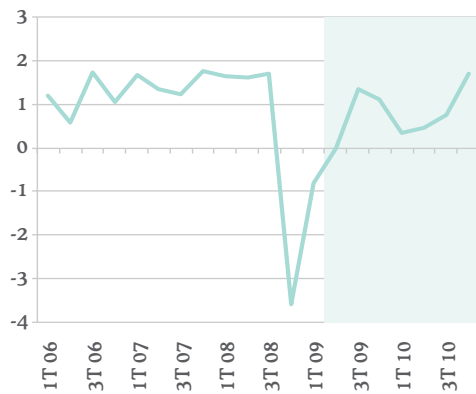
2009: entradas netas de renta variable (acumuladas, \$Mm)



Fuente: BBVA y EPFR

PIB

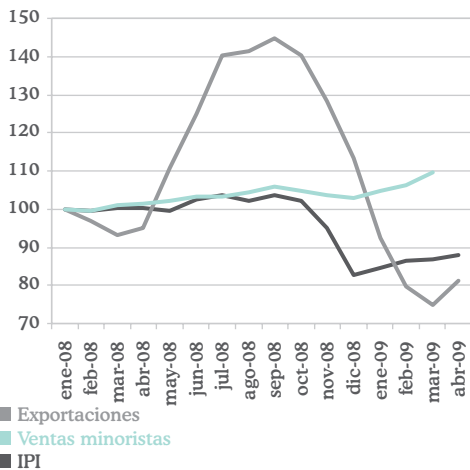
(% t/t)



Fuente: Bloomberg y BBVA

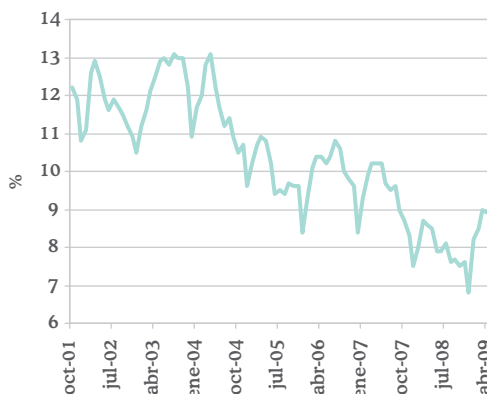
Indicadores de actividad

(ene 08 = 100)



Fuente: Bloomberg y BBVA. IPI y serie de ventas minoristas ajustadas de estacionalidad. Promedio de 3 meses de las exportaciones nominales.

Tasa de desempleo



Fuente: IBGE

El entorno macroeconómico

Actividad económica: recuperación lenta tras una caída repentina

Tras haber caído un 3,6% t/t en el último trimestre de 2008, el PIB brasileño volvió a retroceder hasta un -0,8% t/t en el primer trimestre de este año y, por consiguiente, la economía entró técnicamente en recesión por primera vez en los últimos seis años.

Aunque la economía se mantuvo relativamente inmune a la crisis financiera internacional hasta el tercer trimestre de 2008, el PIB registró su mayor caída de la última década en el último trimestre de 2008, poniendo fin a las esperanzas de desacoplamiento. El consumo público fue el único componente del PIB que mantuvo cierta solidez. La caída fue especialmente intensa en la formación de capital y en el sector industrial¹. Posiblemente el principal factor de esta caída fue el deterioro de las expectativas, aunque las turbulencias de los mercados financieros y el descenso de los precios de las materias primas también jugaron un papel importante en el retroceso del PIB.

Como puede verse en el gráfico al lado, las repercusiones de la crisis se concentraron fundamentalmente en el cuarto trimestre. Esta concentración es una manera diferente de explicar la brusca caída observada en dicho trimestre.

El PIB volvió a contraerse en el primer trimestre de 2009 (-0,8% t/t, -1,8% a/a). A pesar de dicha contracción, las cifras del PIB del primer trimestre también fueron un indicio de recuperación. La caída fue mucho menor que la del trimestre precedente y que lo esperado. El principal factor fue el consumo privado, que demostró ser mucho más sólido de lo que se pensaba. Avanzó un 0,7% t/t, mientras que en el último trimestre de 2008 había caído un 2,0% t/t. La aportación positiva del consumo privado fue consecuencia de la caída de la inflación y de los tipos de interés, así como del aumento del salario mínimo (6% en términos reales). Estos factores compensaron con creces el deterioro de las condiciones del mercado de trabajo². También el consumo público tuvo una cierta aportación positiva al PIB en el primer trimestre, en tanto que la formación del capital, las importaciones y exportaciones se desplomaron³.

Además de las cifras del PIB del primer trimestre, también otros indicadores de actividad respaldan el diagnóstico de que la recuperación ya está en marcha. Por ejemplo, la producción industrial se incrementó (en términos mensuales) cuatro veces consecutivas desde enero, como lo refleja el gráfico de indicadores de actividad⁴. Esta recuperación se explica por el significativo ajuste que se produjo en diciembre, por el respaldo de algunas políticas públicas (como las reducciones de impuestos a la producción de vehículos), y los recortes de los tipos de interés y por la preliminar, aunque ya evidente, mejora de las condiciones del crédito.

Básicamente, la recuperación de la producción industrial está teniendo lugar en los sectores relacionados con la producción de bienes duraderos. Esto va asociado al todavía buen comportamiento del consu-

¹ Componentes de la demanda (variación t/t): consumo privado, -2,0%; consumo público, 0,8%; inversiones, -9,8%; exportaciones, -2,9%; importaciones, -8,2%. Componentes de la oferta (variación t/t): industria, -7,4%; agricultura, -0,5%; servicios, -0,4%.

² La tasa de paro acusó una media del 7,3% en el último trimestre de 2008, alcanzando el 8,6% entre enero y marzo, y el 8,9% en abril.

³ El consumo público aumentó un 0,6% t/t en el primer trimestre, en tanto que la formación de capital retrocedió un 12,6%, y las exportaciones e importaciones hicieron lo propio un 16,0% y un 16,8% t/t, respectivamente.

⁴ La producción industrial cayó un 9,5% t/t en el último trimestre de 2008, y un 7,9% t/t en el primer trimestre de este año. Desde enero acumula tres meses consecutivos de variaciones positivas, y en marzo fue un 4,81% mayor que en diciembre.

mo privado, como lo reflejan las cifras del PIB y los indicadores de ventas minoristas⁵.

Tras retroceder un 3,6% t/t en el cuarto trimestre de 2008 y un 0,8% t/t en el primer trimestre de 2009, la evolución del PIB de 2009 sería del -2,3% si el crecimiento trimestral fuese cero en el resto del año. No obstante, consideramos que el crecimiento será positivo en los tres próximos trimestres y, por consiguiente, que la retracción del PIB será menor del -2,3%.

El proceso de recuperación, sugerido también por los indicadores de crédito y por los recientes acontecimiento de los mercados financieros, estará respaldado por otros factores. Un primer apoyo será el hecho de que el proceso de ajustes de inventarios se aproxima a su fin. En segundo lugar, los efectos de los recortes de tipos de interés y las medidas de fomento del crédito ya implementadas resultarán más eficaces en el segundo semestre, ya que sus efectos sobre la actividad económica suelen ser retardados. Por último, se espera que la pequeña —aunque positiva— recuperación de la economía global contribuirá al crecimiento de Brasil en lo que queda de año.

No obstante, el proceso de recuperación se frenará por la falta de recursos fiscales para implementar recortes de impuestos generalizados como los que afectaron a ciertos productos duraderos (véase información más detallada en la siguiente sección), por el previsible deterioro que se producirá en el mercado de trabajo y, por último, por la incertidumbre acerca de la recuperación de la economía mundial.

Prevedemos que el consumo privado se mantendrá relativamente constante en 2009, en comparación con 2008, dado que el aumento del paro podría contrarrestar las ventajas derivadas de la bajada de la inflación y de los tipos de interés, así como del aumento de los salarios mínimos. Por otra parte, el consumo público prestará cierto apoyo a la recuperación de la actividad, y prevemos que este año crecerá en torno a un 2,8%. La formación de capital será el componente de la demanda interna más perjudicado por la recesión. No es de sorprender, ya que en general las inversiones son más procíclicas que el consumo. En este caso hay que sumar que los altos niveles de inventarios y de inversiones observados hasta septiembre ampliaron la capacidad y generaron un exceso de oferta, dejando más capacidad no utilizada y haciendo menos necesarias las nuevas inversiones.

El ajuste de la demanda interna ha sido tan severo que se prevé que en 2009 las importaciones caerán más que las exportaciones (véase más información sobre el particular en el Recuadro 2). Esta evolución también estará impulsada por la significativa devaluación del real desde el inicio de la crisis. Por consiguiente, el sector exterior desviará hacia afuera parte de la reducción de la demanda interna, lo cual amortiguará los efectos sobre el PIB brasileño. Estimamos que este año la demanda externa aportará un 0,4% al PIB, por contraste de lo que ocurrió en 2008, cuando su contribución fue del -2,8%.

Inflación bajo control

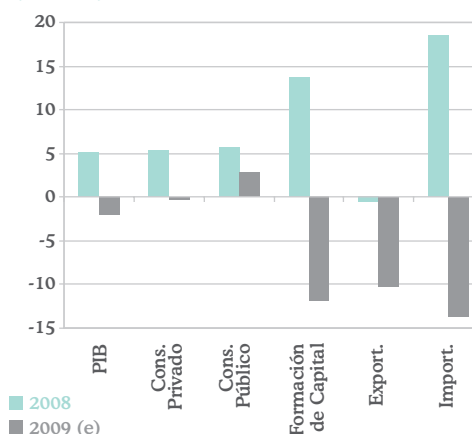
La brusca moderación de la demanda interna y el descenso de los precios de las materias primas situaron a la inflación en la vía descendente desde finales de 2008. En octubre del año pasado, el IPCA alcanzó un máximo del 6,4% y, desde entonces, ha venido cayendo continuamente hasta el 5,2% de mayo.

La moderación de la inflación ha sido relativamente lenta en comparación con otros países latinoamericanos, y mucho más lenta que la de las economías desarrolladas. Esto se explica, en cierta medida, por las rigideces existentes en la economía brasileña, como por ejemplo el control público de precios y las normas de ajustes basadas en precios

⁵ Las ventas minoristas cayeron un 0,7% t/t en el último trimestre de 2008, pero repuntaron hasta un 2,2% t/t en los tres primeros meses del año.

Componentes del PIB

(% anual)



Fuente: Bloomberg y BBVA

Inflación - IPCA

(% anual)



Fuente: Bloomberg

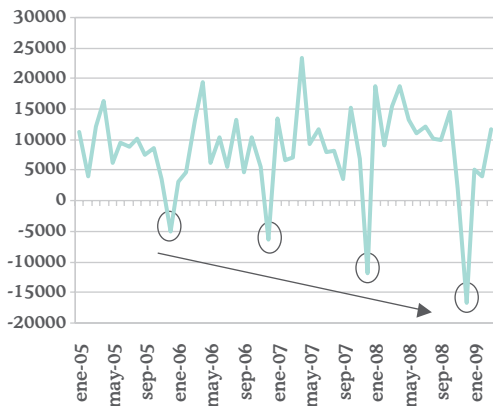
Ingresos y gastos

Gobierno Central: tasa interanual nominal (media móvil de 3 meses)



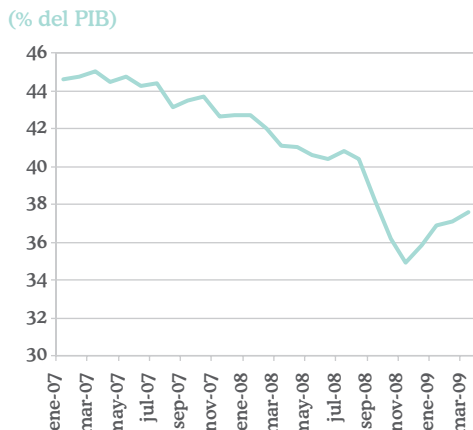
■ Gastos
■ Ingresos
Fuente: IPEA y BBVA

Superávit primario - sector público (millones de R\$)



Fuente: Bloomberg

Deuda pública neta (% del PIB)



Fuente: Bloomberg

pasados. Aunque los efectos de la variación del tipo de cambio no han sido lo bastante fuertes como para contrarrestar las repercusiones del retroceso de la demanda interna y del descenso de los precios de las materias primas, esto también ayuda a explicar la lenta moderación de la inflación.

Las perspectivas de una lenta recuperación tanto de la actividad económica como de los precios de las materias primas han permitido mantener controladas las expectativas de inflación, lo cual ha abierto el camino para la flexibilización de las políticas monetarias vigentes. Preveemos que el IPCA se situará en el 4,2% a finales de 2009, una cifra ligeramente menor que las expectativas del mercado, actualmente del 4,3%.

El gobierno ha reducido los objetivos del superávit primario. Esto no creará demasiado margen para políticas anticíclicas ni pondrá en riesgo la sostenibilidad de la deuda pública

Los ingresos públicos están cayendo rápidamente como consecuencia de la recesión y de los recortes de impuestos. Por otro lado, el gasto público está creciendo a un alto ritmo, como puede verse en el gráfico⁶. Por consiguiente, al gobierno no le ha quedado más alternativa que revisar a la baja sus objetivos de superávit primario⁷. Para 2009, el objetivo es alcanzar un superávit primario del 2,5% del PIB, en lugar del 3,8% original. Para 2010 en adelante, el objetivo deja de ser el 3,8% y pasa a ser el 3,3%. La reducción del 0,5% se debe a la exclusión de Petrobras de los cálculos, por lo que de hecho los objetivos desde 2010 no sufren variación alguna.

En el primer trimestre de 2009, el superávit primario acumulado representaba el 3,0% del PIB, mucho menor que el 6,5% observado en el primer trimestre de 2008 y que el 4,1% de todo el ejercicio 2008.

Por cuanto es probable que el deterioro de las cuentas públicas haya continuado en el segundo trimestre de este año, y dado que los superávits primarios son estacionalmente mayores en el primer trimestre, como puede verse en el gráfico al lado, el superávit primario a esta altura del año es menor de lo que debería para poder cerrar el ejercicio en el 2,5%. Como consideramos que el gobierno se atenderá a este objetivo, existe un margen muy limitado para continuar implementando una política fiscal anticíclica en el resto del año⁸.

Hasta el momento, las medidas más importantes (y eficaces) adoptadas por el gobierno para mitigar las repercusiones de la crisis han sido recortes de impuestos a algunos bienes duraderos (sobre todo vehículos y electrodomésticos) y a los productos relacionados con la construcción civil. Aunque estos recortes son temporales y a pesar de que los recursos públicos son limitados, creemos que podrán prorrogarse si los indicios de recuperación se atenúan.

Otras medidas del gobierno para moderar las consecuencias de la crisis fueron la asignación de recursos al sector inmobiliario y la creación de un fondo para garantizar el crédito a las pymes. En general, se estima que el volumen de las medidas fiscales se sitúa en torno al 0,5% del PIB.

Dado que, como media, los tipos SELIC serán en 2009 inferiores a los de 2008, el servicio de la deuda pública (el pago de intereses) será menor este año, lo que permitirá que el déficit público nominal se sitúe en torno al 2,3% hacia finales de 2009.

⁶ En el primer trimestre del año, el total de ingresos cayó un 1,9% a/a en términos nominales. En el mismo período, la recaudación fiscal retrocedió un 4,6% a/a, también en términos nominales. Por su parte, el gasto creció un 19% a/a.

⁷ Otra alternativa, aunque con un alto coste político, hubiese sido recortar gastos despidiendo personal.

⁸ Como comentamos en las siguientes secciones, existe mucho más margen para implementar políticas anticíclicas utilizando la expansión del crédito de la banca pública y recurriendo a las reservas internacionales.

Como puede observarse en el gráfico, la deuda pública neta pasó desde el 36,0% del PIB en diciembre de 2008 al 37,6% en marzo, como consecuencia del deterioro de las cuentas públicas, de la apreciación del dólar y de la contracción del PIB. A pesar de este reciente incremento y de los nuevos objetivos de superávit primario, prevemos que la deuda pública continuará siguiendo una senda sostenible, dado que la moderación de la deuda se trata de un elemento fundamental de la política económica del gobierno.

La debilidad de la demanda interna reduce el déficit por cuenta corriente, en tanto que las cuentas financieras se desploman

Como es de esperar en casos de devaluación de la moneda y contracción de la demanda interna, el déficit por cuenta corriente está cayendo. Cuando la crisis llegó a Brasil a finales de 2008, el déficit por cuenta corriente alcanzaba el 1,8% del PIB e hizo temer déficits mayores y recurrentes. Sin embargo, desde entonces el déficit ha caído hasta el 1,4% del PIB (en abril). Esta evolución convierte a nuestra previsión del 1,3% para el final de año en un tanto pesimista.

Mientras que la balanza comercial sigue sólida (véase el Recuadro 1), los déficits de ingresos y de renta se redujeron a un 34% a/a en los primeros cuatro meses del año, como consecuencia de un descenso del 61% a/a de las remesas de beneficios.

Por otra parte, el superávit de cuentas financieras se desplomó un 82% a/a en el primer cuatrimestre de 2009, resultado de la salida de capitales extranjeros. A pesar de esta fuerte caída, ya se observan indicios de recuperación. Las cuentas financieras presentan resultados cada vez más positivos tras tres meses negativos a finales de 2008, como puede verse en el gráfico. Las inversiones netas en cartera fueron en marzo positivas por primera vez desde el inicio de la crisis.

Sin embargo, independientemente de los resultados de las cuentas financieras, la financiación de la cuenta corriente de este año está garantizada por las cuantiosas reservas internacionales (en torno a 200 millones de dólares, el 105% del total de la deuda externa).

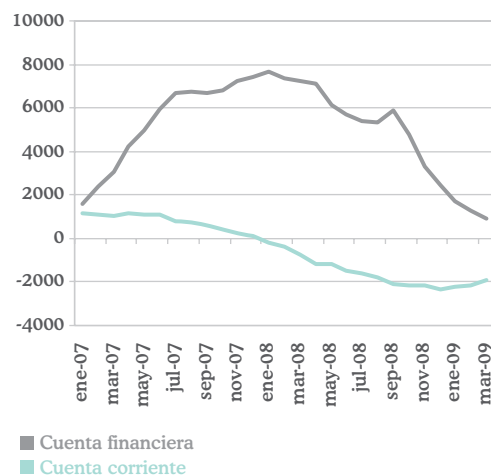
La magnitud de las reservas está permitiendo al Banco Central utilizarlas para reducir los problemas de liquidez en dólares. La autoridad monetaria inyectó más de 60.000 millones de dólares en los mercados cambiarios, 6.000 de ellos para financiar las exportaciones. Además, creó un fondo de 20.000 millones para ayudar a las empresas nacionales a pagar sus deudas externas. Por último, el nivel de reservas ha llevado a Brasil a considerar realizar una inyección de capital al FMI, en lugar de tomar préstamos de la institución como ocurría en pasadas crisis.

El reciente optimismo observado en los mercados financieros ha estimulado un importante flujo de dólares hacia el país, que está respaldando la reciente apreciación del real. La moneda brasileña, que llegó a cambiarse a 2,50 a principios de diciembre y que se recuperó hasta los 2,30 hacia finales de mayo, fluctúa ahora en torno a la marca de 1,95. Aunque el Banco Central no se ha comprometido con ningún objetivo de tipo de cambio, la reciente apreciación impulsó al gobierno a comenzar a comprar dólares tras actuar durante varios meses como vendedor.

En nuestra opinión, el real ya no tiene más margen para seguir apreciándose significativamente hasta final de año, ya que parte de la reciente apreciación tiene más que ver con la debilidad del dólar frente a otras divisas, y dado que prevemos que la moneda estadounidense recuperará parte de su solidez en los mercados globales durante lo que queda del año. Además, somos cautos con respecto a la reciente recuperación de los mercados financieros y de los precios de las mate-

Cuenta corriente y financiera

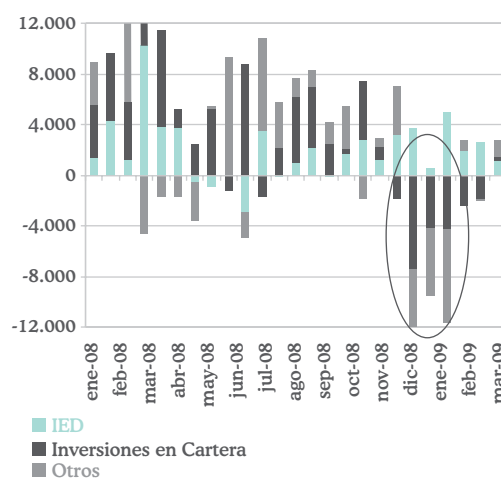
(millones de \$, media móvil 12 meses)



Fuente: Bloomberg, IPEA, BBVA

Cuenta financiera

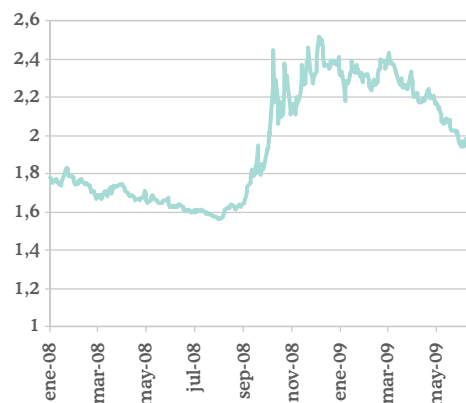
(millones de \$)



Fuente: IPEA, BBVA

Tipo de cambio

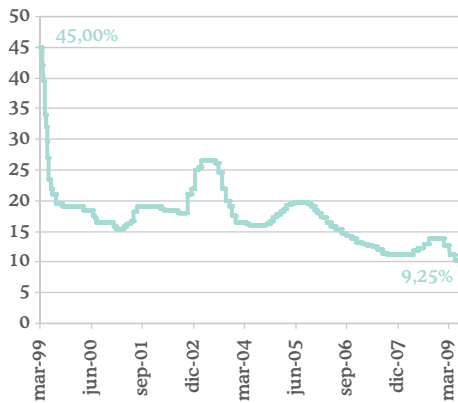
(Real / \$)



Fuente: Bloomberg

SELIC

(% anual)



Fuente: Bloomberg

rias primas, que han estado ayudando a la apreciación del real. Preve- mos que el tipo de cambio cerrará 2009 en torno a los 2,05 reales por dólar.

Los tipos de interés están en mínimos históricos y siguen bajando

El Banco Central recortó los tipos de interés en 450 pbs desde comien- zos de año, situando al SELIC en el 9,25%, el nivel más bajo desde la creación del sistema de metas de inflación en 1999.

La flexibilización de la política monetaria durante una crisis internacio- nal es una auténtica novedad en Brasil. En el pasado, los tipos de interés tenían que galopar para evitar la salida de capitales. Ahora, cuando el país es acreedor externo neto y la deuda nacional no está denominada en dólares, existe margen para la flexibilización moneta- ria.

Pero el ajuste de los tipo de interés no ha acabado. Preveamos que el Banco Central continuará recortándolos y que el SELIC se situará en el 8,50% hacia finales de año. Tanto la inflación como la demanda interna seguirán dando margen para más recortes, dado que la recu- peración será, incluso en el mejor de los casos, moderada.

Por otra parte, recientemente el gobierno ha comenzado a hacer cam- bios institucionales que ayudarán a la autoridad monetaria a seguir recortando tipos. Más exactamente, el gobierno anunció cambios en la rentabilidad de las cuentas de ahorro para vincularlas al SELIC⁹.

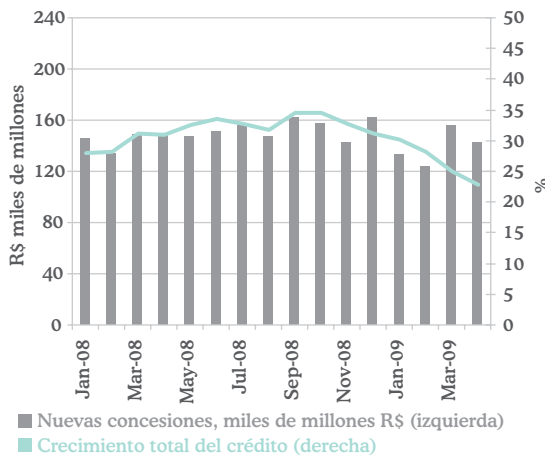
En este momento, la principal cuestión relativa a los tipos de interés parece ser si los recortes realizados en 2009 serán permanentes o temporales. Aunque existen muchas incertidumbres con respecto a esta cuestión, recientes declaraciones de autoridades del Banco Central, así como algunas medidas reguladoras recientemente anunciadas, nos hacen pensar que la entidad supervisora y el gobierno federal prepara- rán el terreno para que estos recortes sean permanentes.

La banca pública evita un deterioro más agudo del crédito

El ritmo del crecimiento del crédito se deterioró rápidamente desde el inicio de la crisis, como se puede observar en la línea continua del gráfico al lado. Este deterioro se debió a un descenso de la demanda y de la oferta de crédito. Desde una perspectiva de oferta, la moderación del crédito es el resultado de una preferencia de liquidez y a la inquie- tud por los impagados. Desde una perspectiva de demanda, la caída del crédito refleja una menor necesidad de fondos como consecuencia del deterioro de las perspectivas de crecimiento, aunque algunas fir- mas han recurrido a la financiación interna al cerrarse las fuentes inter- nacionales.

Desde diciembre, el volumen total de créditos en la economía creció solamente un 2%, ya que el crédito privado se contrajo en un 1% y el público aumentó un 6%. Por consiguiente, la cuota de créditos otorga- dos por las instituciones públicas ha aumentado (véase el gráfico). La expansión del sector público sigue las orientaciones de expansión da- das por el gobierno. Dado que las autoridades tienen un margen muy limitado para implementar políticas anticíclicas, ha recurrido a la banca pública para contrarrestar los efectos de la crisis.

Crecimiento del crédito y nuevas concesiones



Fuente: Banco Central de Brasil

⁹ Los intereses de las cuentas de ahorro no dependían del SELIC, en tanto que otras inversiones sí. Esto supone que unos tipos de SELIC bajos harían más atractivas las cuentas de ahorro que otras inversiones, lo que distorsionaría fuertemente los incentivos. En un reciente anuncio, el gobierno anunció que a las cuentas de ahorro de más de R\$ 50.000 se les aplicará una fiscalidad progresiva.

Aunque a nivel anual los índices de crecimiento del crédito se han moderado bruscamente en el último mes, el flujo de nuevas concesiones mensuales demuestra que está en curso una lenta recuperación (véase el gráfico).

A pesar de que los tipos de los préstamos han bajado desde que el Banco Central comenzó sus recortes, en este momento el gobierno parece dispuesto a adoptar medidas para disminuir los diferenciales bancarios, que siguen altos¹⁰.

A pesar de la bajada de los tipos de préstamos, los préstamos morosos saltaron desde el 2,8% en septiembre al 3,8% en abril, y se prevé que seguirán aumentando debido a la brusca contracción de la actividad económica (consulte información más detallada en el Recuadro 2).

En otro frente, la reciente evolución observada en las bolsas brasileñas también respalda la opinión de que lo peor de la crisis ya ha pasado. El índice IBOVESPA avanzó en torno al 44% desde principios de año, y ha vuelto a los niveles anteriores a la crisis. El movimiento ascendente del mercado bursátil ha sido impulsado por la entrada de capitales extranjeros y por los precios de las materias primas.

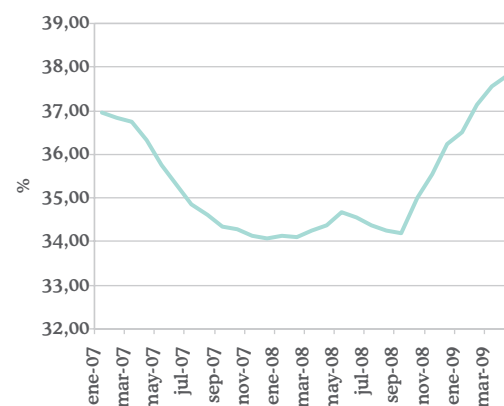
El riesgo país, medido por el EMBI +, refleja el reciente optimismo de los mercados y, desde enero, ha retrocedido un 40%. En este momento se encuentra en el mismo nivel de finales de septiembre, aunque es un 85% mayor que los mínimos históricos observados después de que el país obtuviese el grado de inversión en junio de 2008.

El gobierno aprovechó el reciente buen ánimo de los mercados financieros para vender en los mercados internacionales bonos a 10 años por valor de 750 millones de dólares. Es la segunda vez desde el inicio de la crisis que el país emite deuda. La primera vez, el pasado enero, el gobierno vendió bonos a 10 años por valor de 1.000 millones de dólares y pagó 613 pbs (370 pbs más que el Tesoro de EE.UU.). En la última emisión, el rendimiento era de 580 pbs (250 pbs más que el Tesoro de EE.UU.).

El actual optimismo con respecto a los mercados brasileños respalda nuestra opinión de que el país saldrá fortalecido de la crisis. Cosechará los frutos de mantener políticas económicas saneadas en los últimos años, en especial desde el inicio de la crisis, cuando el margen para errores políticos aumentó significativamente. Esta situación supondrá un estímulo adicional para Brasil durante el período de recuperación, y también le dará más espacio para implementar medidas anticíclicas en las próximas desaceleraciones económicas.

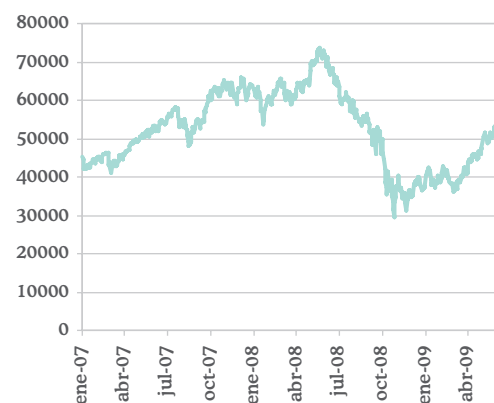
Crédito público

(% del crédito total)



Fuente: Banco Central de Brasil

IBOVESPA



Fuente: Bloomberg

¹⁰ Los diferenciales, que se situaban en el 30,7% en diciembre, bajaron hasta el 28,2% en abril.

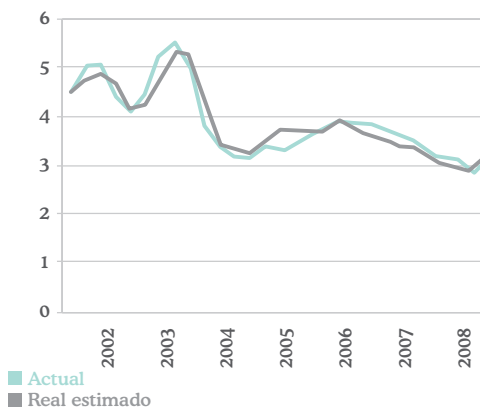
Recuadro 1: Previsión de créditos morosos

En Brasil, la tasa de morosidad alcanzó el 2,8% en septiembre de 2008, un mínimo histórico según los datos del Banco Central desde el año 2000. No obstante, desde entonces la morosidad aumentó continuamente y alcanzó el 3,6% en marzo. En este momento hay inquietud por la duración que tendrá, y la cota que alcanzará este movimiento ascendente.

Para pronosticar la trayectoria de la tasa de morosidad en lo que queda del año y en 2010, efectuamos un sencillo ejercicio econométrico. Utilizamos los datos trimestrales desde 2001 hasta 2008, y modelamos la tasa de morosidad como función del crecimiento trimestral del PIB, de los tipos de interés reales y de las tasas de morosidad registradas en el trimestre precedente¹¹.

Este sencillo modelo recoge relativamente bien las pasadas fluctuaciones de las tasas de morosidad. De hecho, puede explicar en torno al 90% de la trayectoria pasada. El siguiente gráfico muestra el encaje de la precisión del modelo con los datos.

Modelo



Fuente: BBVA, Bloomberg y Banco Central de Brasil

Tomando los parámetros estimados del modelo, elaboramos una previsión de la tasa de morosidad para 2009 y 2010 en escenarios diferentes.

En primer lugar, tomamos las previsiones trimestrales asociadas a nuestro escenario macroeconómico básico (PIB 09: -2,1%, PIB 10: 3,0%; SELIC 09 al final del período: 8,5%; SELIC 10 al final del período: 8,50%; IPCA 09 al final del período: 4,2%; IPCA 10 al final del período: 4,4%) para calcular la tasa de morosidad en nuestro escenario básico. En esta primera simulación, la tasa de morosidad alcanzó su cota máxima en el tercer trimestre de 2009, situándose en un 4,2%, y retrocederá hasta el 4,0% hacia finales de 2009 y el 3,0% (próximo a los niveles previos a la crisis) hacia finales de 2010.

Nuestro escenario de riesgo está basado en un crecimiento más flojo del PIB y en la bajada de la inflación y del SELIC (PIB 09: -3,6%, PIB 10: 1,2%; SELIC 09 al final del período: 8,0%; SELIC 10 al final del período: 8,0%; IPCA 09 al final del período: 4,4%; IPCA 10 al final del período: 4,2%). También en este caso la tasa de morosidad alcanzaría su máximo en el tercer trimestre de 2009, aunque llegando al 4,5% en lugar de al 4,3%. En el último trimestre de este año bajaría hasta el 4,3%, y en el cuarto trimestre de 2010 se situaría en el 3,4%.

¹¹ Utilizamos los tipos de interés reales previstos (es decir, los tipos de interés nominales vigentes menos la inflación prevista a 12 meses). También utilizamos los tipos de interés de los créditos, en lugar de los de referencia, y el plazo medio de los créditos, como variables explicativas. No obstante, sus repercusiones sobre la tasa de morosidad que observamos fueron insignificantes.

En ambos casos, la dinámica de la tasa de morosidad sigue la dinámica observada en nuestras previsiones macroeconómicas. Es decir, se deteriorará hasta el tercer trimestre y comenzará a recuperarse gradualmente a partir de ese momento¹².

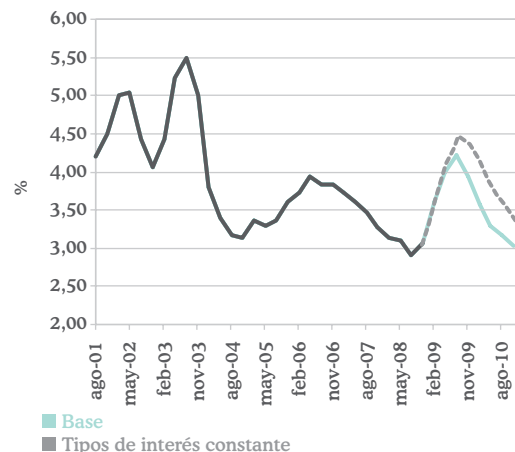
Escenarios base y riesgo



Fuente: BBVA, Bloomberg y Banco Central de Brasil

La dinámica de la tasa de morosidad durante los próximos trimestres se verá beneficiada por el descenso de los tipos de interés reales. Se trata de una situación muy distinta de la ocurrida en movimientos alcistas anteriores (T2 2001 a T3 2003; T4 2002 a T3 2003; T4 2004 a T2 2006), cuando los tipos de interés reales no retrocedieron. Esto se debe a que durante esta crisis, por primera vez en muchos años, el Banco Central no se vió obligado a subir el SELIC para controlar las salidas de capital. Si los tipos de interés reales se mantuviesen constantes durante este ciclo negativo, la tasa de morosidad alcanzaría un máximo del 4,50%, y no del 4,3%, y a finales de 2009 se situaría en el 4,3% en lugar de en el 4,0%. Esto es muy similar a nuestro escenario de riesgo de tasa de morosidad, lo cual implica que los recortes del SELIC tienen repercusiones similares a un crecimiento negativo de 150 pbs en 2009.

Escenarios base y con "tipo de interés constante"



Fuente: BBVA, Bloomberg y Banco Central de Brasil

¹² Esta es la dinámica de nuestras predicciones interanuales del PIB y se diferencia de nuestra dinámica t/t, que apunta a una recuperación a partir del primer trimestre de 2009. En nuestros modelos, el PIB a/a fue mucho más importante que el t/t para explicar la evolución de la tasa de morosidad.

Recuadro 2: ¿Qué hay detrás de la reciente trayectoria de la balanza comercial?

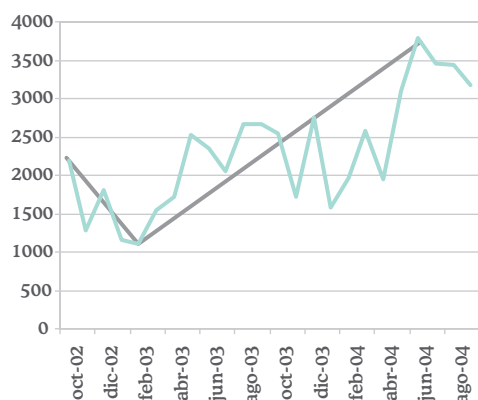
La balanza comercial brasileña cayó abruptamente a comienzos de este año. En tanto que antes de la crisis los superávits mensuales superaban los 2.000 millones de dólares, en enero se registró un déficit de 500 millones.

Este retroceso no es ni sorprendente ni permanente. De hecho, puede explicarse sobre todo por la fuerte depreciación del real y por la dinámica de crecimiento.

Según la teoría económica, la balanza comercial debería reflejar una curva en J tras producirse una fuerte depreciación de la moneda, porque aumenta el valor de las importaciones (los volúmenes son prácticamente constantes debido a los contratos preexistentes, en tanto que los precios aumentan) y porque las exportaciones tardan un cierto tiempo en reaccionar. Por consiguiente, el retroceso de la balanza comercial es de naturaleza previsible y temporal.

La anterior depreciación más brusca y repentina se produjo en septiembre–octubre de 2002, cuando el real se devaluó en torno a un 30%. A la sazón, la balanza comercial cayó casi un 50% en pocos meses, y posteriormente se recuperó como muestra el siguiente gráfico.

Balanza comercial mensual
(millones de \$)



Fuente: Bloomberg y BBVA

Nuestras simulaciones econométricas también apuntan a una trayectoria del tipo “caída y posterior recuperación”.

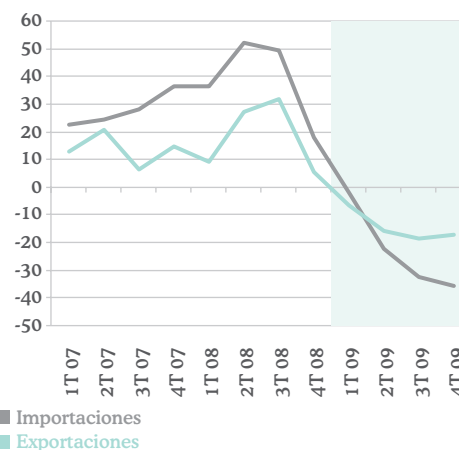
Estimamos las variables de importaciones y exportaciones utilizando datos trimestrales desde 1996 hasta 2008 para simular la trayectoria de la balanza comercial en 2009.

En nuestros ejercicios econométricos, el tipo de cambio real y el crecimiento interno fueron identificados como las principales variables explicativas del crecimiento de las importaciones. Se correlacionan muy bien con los datos de importaciones anteriores. Con respecto a las exportaciones, el tipo de cambio real y el crecimiento mundial explican la mayor parte de la trayectoria pasada de las exportaciones.

Tomando como datos concretos nuestras previsiones de crecimiento interno y mundial, y partiendo del supuesto de que el tipo de cambio se estabilice en los niveles observados en el primer trimestre del año, nuestras simulaciones muestran que, en un primer momento, las exportaciones

caerán más que las importaciones para que después, transcurridos unos meses, las importaciones comiencen a caer más intensamente que las exportaciones. Por consiguiente, la balanza comercial retrocederá y posteriormente se recuperará desde bajos niveles.

Evolución real de exportaciones e importaciones
(% t/t)



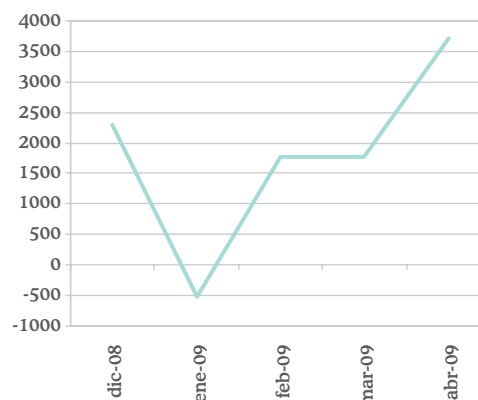
Fuente: Bloomberg y BBVA

Nuestras simulaciones muestran dos tipos de efectos que explican esta trayectoria. En primer lugar, como las exportaciones dependen del PIB global y las importaciones del PIB interno, y dado que el crecimiento global comenzó a moderarse antes que el interno, las exportaciones deberían haber retrocedido antes que las importaciones. En segundo lugar, observamos que las exportaciones reaccionan con cierto retraso a las fluctuaciones de los tipos de cambio, en tanto que las importaciones lo hacen simultáneamente.

Asimismo, verificamos que el volumen del crédito a las exportaciones no fuese una variable significativa que explicase el aumento de las exportaciones.

Los datos comerciales más recientes apuntan a que nuestras predicciones son correctas y refuerzan nuestra opinión de que la balanza comercial de este año no será significativamente inferior a los 25.000 millones de dólares registrados en 2008.

Balanza comercial mensual
(millones de \$)



Fuente: Bloomberg

Estadísticas

Brasil

Indicadores Económicos	2007	2008	2009	2010
Atividad				
PIB Nominal (Real, Miles de Millones)	2.598	2.890	2.967	3.185
PIB Nominal (USD, Miles de Millones)	1.314	1.573	1.426	1.530
PIB Real (variación %)	5,9	5,1	-2,1	3,0
Inflación, fin de periodo				
IIPC (%)	4,5	5,9	4,2	4,4
Tipos, fin de periodo				
SELIC	11,25	13,75	8,50	8,50
Tipo de Cambio	1,78	2,31	2,05	2,10
Cuentas Públicas				
Superávit Fiscal (% PIB)	-2,3	-1,7	-2,3	-1,4
Deuda Pública Neta Total (% PIB)	42,7	35,8	39,5	38,5
Sector Exterior				
Exportaciones (USD Miles de Millones)	160,6	197,5	174,0	184,0
Importaciones (USD Miles de Millones)	120,6	173,1	152,0	164,0
Balanza Comercial (USD Miles de Millones)	40,0	24,4	22,0	20,0
Cuenta Corriente (% PIB)	0,12	-1,79	-1,25	-1,40
Reservas Internacionales (USD Miles de Millones)	180,3	193,8	200,0	200,0

Materias primas (fin de periodo)

	2007	2008	2009		2007	2008	2009
Brent (USD/barril)	93,9	45,6	56,3	Soja (USD/t.)	423,2	343	336,0
Cobre (USD/t)	6675,0	3070,0	3637,9	Maíz (USD/t.)	161	144	147,0
Oro (USD/troyoz.)	833,9	882,1	875,0	Trigo(USD/t.)	312	216	200,0

PIB Real (%)

Inflación (% , fin de año)*

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,0	1,1	-2,0	1,1	2,9	3,8	-0,3	1,5
UEM	2,6	0,6	-3,3	-0,1	2,1	3,3	0,3	1,0
Japón	2,4	-0,7	-6,0	-0,4	0,7	0,0	-0,8	0,4
China	13,0	9,0	8,1	8,4	6,5	2,0	0,0	2,0
América Latina								
Argentina	8,7	7,0	-1,8	0,7	8,5	7,2	7,5	10,0
Brasil	5,9	5,1	-2,1	3,0	4,5	5,9	4,2	4,4
Chile	4,7	3,2	-1,2	2,1	7,8	7,1	0,2	1,6
Colombia	7,5	2,5	-0,5	1,1	5,7	7,7	4,3	3,8
México	3,3	1,4	-6,3	1,7	3,8	6,5	3,8	3,9
Perú	8,9	9,8	2,4	3,6	3,9	6,7	2,1	2,0
Venezuela	8,4	4,8	-0,5	-2,9	22,5	31,9	42,3	49,2
LATAM ¹	5,7	4,1	-2,9	1,9	6,0	8,1	6,6	7,5
LATAM Ex-México	6,8	5,1	-1,4	1,8	7,1	8,7	7,5	8,7

* Inflación USA y UEM: Promedio del periodo

Saldo Sector Público (%del PIB)

Saldo Cuenta Corriente (%del PIB)

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1,2	-4,6	-12,7	-8,4	-5,3	-4,8	-3,0	-2,9
UEM	-0,6	-1,9	-5,4	-6,0	0,5	-0,1	-0,3	-0,4
Japón	-5,4	-4,9	-8,0	-9,0	4,8	3,2	3,0	3,0
China	0,7	-0,4	-2,9	-1,4	11,0	9,8	9,5	10,0
América Latina								
Argentina ²	3,2	1,4	0,1	0,8	2,7	2,3	1,9	2,0
Brasil	-2,3	-1,7	-2,3	-1,4	0,1	-1,8	-1,3	-1,4
Chile ²	9,9	4,9	-4,2	-3,8	4,4	-2,0	-3,1	-4,6
Colombia	-2,7	-2,3	-4,2	-3,5	-2,8	-2,8	-4,0	-2,7
México	0,0	-0,1	-1,8	-1,8	-0,8	-1,4	-1,9	-2,1
Perú	3,1	2,1	-1,2	-1,1	1,1	-3,3	-3,3	-3,2
Venezuela ²	3,0	-0,2	-6,0	-6,6	8,7	13,1	0,7	2,4
LATAM ¹	0,1	-0,4	-2,3	-1,8	0,7	-0,4	-1,3	-1,3
LATAM Ex-México	0,4	-0,4	-2,6	-1,9	1,3	-0,1	-1,2	-1,1

¹ Media de los 7 países mencionados; ² Gobierno Central

Tipo de Cambio (frente \$, fin de periodo)

Tasa Oficial (% , fin de periodo)

	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.					4,25	0,25	0,00	0,00
UEM (\$/€)	1,5	1,3	1,2	1,1	4,00	2,50	0,75	0,50
Japón (yenes/\$)	113	96	93	101	0,77	0,10	0,10	0,10
China (cny/\$)	7,3	6,8	6,8	6,6	7,47	5,31	4,50	3,96
América Latina								
Argentina	3,1	3,4	4,1	4,5	13,50	19,08	17,00	15,03
Brasil	1,8	2,3	2,1	2,1	11,25	13,75	8,50	8,50
Chile	499	649	560	566	5,90	8,25	0,75	2,00
Colombia	2015	2244	2343	2586	9,50	9,50	5,00	5,00
México	10,9	13,7	13,0	12,4	7,50	8,25	4,50	4,50
Perú	3,0	3,1	3,15	3,20	5,00	6,50	2,00	2,00
Venezuela	2,2	2,2	2,2	2,2	11,70	17,00	16,00	14,50

Interesados dirigirse a:

Servicios Generales Difusión BBVA Gran Vía 1 planta 2 48001 Bilbao T 34 944 876 231 F 34 944 876 417 www.bbva.es

Servicio de Estudios Económicos:

Economista Jefe:

José Luis Escrivá

Economistas-Jefe de las Unidades:

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: Jorge Sicilia - j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos: Nathaniel Karp - nathaniel.karp@compassbank.com

México: Adolfo Albo - a.albo@bbva.bancomer.com

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

Escenarios Económicos y Financieros: Mayte Ledo - teresa.ledo@grupobbva.com

Análisis Sectorial: Ana Rubio - arubiog@grupobbva.com

Escenarios Financieros: Daniel Navia - daniel.navia@grupobbva.com

Análisis Cuantitativo: Giovanni di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com

Tendencias Globales: David Tuesta - david.tuesta@grupobbva.com

Economías Emergentes: Alicia García-Herrero - alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - s.castillo@grupobbva.com

América del Sur: Joaquín Vial - jvial@bbva.cl

Argentina y Uruguay: Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile:

Colombia: Juana Téllez - juana.tellez@bbva.com.co

Perú: Hugo Perea - hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela: Oswaldo López - oswaldo_lopez@provincial.com

Asia:

China: Li-Gang Liu - lliu@bbva.com.hk

Resto de Asia: Ya Lan Liu - yalan@bbva.com.hk

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (BBVA) por su propia cuenta y se suministra sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta ni una invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.