

Situación

Servicio de Estudios Económicos

Segundo semestre 2009



La demanda interna será el motor del fuerte crecimiento económico de los próximos trimestres

Tanto la política monetaria como el tipo de cambio estarán presionados por una política fiscal expansiva

El déficit por cuenta corriente aumentará considerablemente a medida que el país crezca por encima de su potencial

Un nuevo marco regulador para el sector petrolero en Brasil

Índice

Fecha de cierre: 27 de noviembre de 2009

Editorial	2
Entorno internacional	3
Entorno macroeconómico	5
Recuadro 1: Indicador sintético de actividad de la economía brasileña	12
Recuadro 2: Un nuevo marco regulador para el sector petrolero	13
Estadísticas y proyecciones	14

Este informe fue coordinado por:

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Este informe fue preparado por:

Enestor Dos Santos
Ignacio Gonzalez-Panizo

enestor.dossantos@grupobbva.com
ignacio.gonzalez-panizo@grupobbva.com

Editorial

En este momento, la economía brasileña se encuentra en una fase de expansión que alcanza un crecimiento del 8% anual, un “ritmo chino”, tal y como comentó recientemente el presidente Lula. Este crecimiento supera proyecciones previas, sobre todo porque la aportación del consumo privado —y, en menor medida, la demanda externa— supera las previsiones iniciales.

La sólida recuperación económica que actualmente vive Brasil corrobora las opiniones expresadas en la anterior edición de nuestro “Situación Brasil” donde se afirmaba que país saldría fortalecido de la crisis. Opiniones aparentemente compartidas por los mercados internacionales, que canalizan cada vez más sus recursos hacia Brasil.

Existe cierta preocupación por potenciales “burbujas” a consecuencia de un exceso de optimismo, que se refleja en el aumento de las cotizaciones tanto del real como de los valores de la Bolsa de São Paulo. Como respuesta, el gobierno ha introducido recientemente un impuesto sobre los flujos de capital extranjero. Además, ya ha indicado que, de ser necesario, en un futuro próximo impondrá más controles a la entrada de capitales.

Una buena manera de abordar la apreciación del real sería mediante un ajuste fiscal. Esto supondría una menor presión sobre la demanda interna, los tipos de interés y, por consiguiente, el tipo de cambio.

Sin embargo, el gasto público está creciendo a una tasa del 11% (en términos reales), y está, además, centrado en gastos corrientes. Esta expansión continuará prácticamente sin cambios el próximo año. Por consiguiente, la política fiscal creará incentivos para que el Banco Central do Brasil promueva un ajuste de la política monetaria, que tendrá repercusiones negativas sobre el tipo de cambio. Es decir, el país apunta a seguir una combinación inadecuada de políticas macroeconómicas (expansión fiscal y ajuste monetario) en lugar de adoptar una combinación de políticas que resultarían más útiles para mantener la competitividad (ajuste fiscal y política monetaria menos restrictiva).

En octubre de 2010 se celebrarán las elecciones presidenciales. Aunque los riesgos asociados a la elección del sucesor de Lula son mucho menores que los de elecciones presidenciales pasadas, generarán no obstante cierta volatilidad. Esto sucederá realmente si los principales candidatos se abstienen de comprometerse a mantener los pilares económicos adoptados en los últimos años (sistema de metas inflación, tipo de cambio flexible y disciplina fiscal).

Las previsiones apuntan a que Brasil crecerá en torno al 4,5% - 5,0% en los próximos años. El motor de este crecimiento será la expansión dinámica de la demanda interna, basada en la expansión del crédito, la incorporación de millones de personas a los mercados de consumo y la continuidad de los avances en el mercado de trabajo. Además, a largo plazo, el país se beneficiará de los recientes descubrimientos de petróleo y del consiguiente *boom* de inversiones.

Las palabras de cautela sobre las políticas macroeconómicas y sobre las elecciones del año próximo no deben, por consiguiente, ocultar nuestro optimismo sobre la marcha del país. Sin embargo, este optimismo no debería ocultar las incertidumbres, problemas y reformas que el país tiene pendiente de abordar.

Entorno económico global

Las perspectivas económicas mundiales mejoran...

Desde mediados de año la economía mundial ha comenzado a dar señales más claras de recuperación. La sensación de caída libre imperante a fines del 2008 y comienzos de este año ha dado paso a una relativa estabilidad y, en algunos casos, de crecimiento moderado.

El cambio de tendencia se ha visto favorecido por las excepcionales medidas de estímulo adoptadas por la mayor parte de las economías. Ellas se encuadran tanto en el frente monetario -con reducciones sustanciales de los tipos de intervención, inyecciones masivas de liquidez y operaciones no convencionales con activos-, como en el frente fiscal, con estímulos fiscales que han impulsado a sectores, como por ejemplo el del automóvil, y han ayudado a sostener temporalmente las rentas y el gasto de los agentes privados.

...aunque a corto plazo los riesgos a la baja continúan latentes, sobre todo en las economías más avanzadas

Los fundamentos de la economía mundial continúan frágiles y los riesgos a la baja siguen vigentes a corto plazo. El principal riesgo se encuentra en que una eventual retirada de los planes de estímulo, sobre todo en las economías más avanzadas y la incertidumbre sobre si el gasto privado podrá sustituir al gasto público como principal motor de la recuperación. En los países desarrollados, el crecimiento durante la fase expansiva fue impulsado por la demanda interna, que se apoyaba en el aumento de la renta disponible y en un elevado endeudamiento privado, algo que no va a ocurrir en esta nueva fase del ciclo. Adicionalmente, el empleo tampoco va a contribuir a una rápida salida de la crisis pues el ritmo de destrucción del empleo sigue siendo aún elevado en muchas economías.

Por todo ello, el mayor reto al que se enfrenta la política económica actualmente es la implementación apropiada en tiempo y plazo de la retirada de los programas de apoyo público, fiscal y monetario.

En esta situación, el escenario más probable apuntaría a un mantenimiento de tipos oficiales bajos durante un período prolongado, pues no parece que se vaya a observar un repunte relevante de la inflación en un contexto de elevada capacidad productiva disponible. Sin embargo, los estímulos sostenidos en el tiempo podría tener a su vez consecuencias nocivas al distorsionar los incentivos para tomar decisiones de ajuste de balances, y, segundo, al poner en cuestión la sostenibilidad de las cuentas públicas de muchas economías.

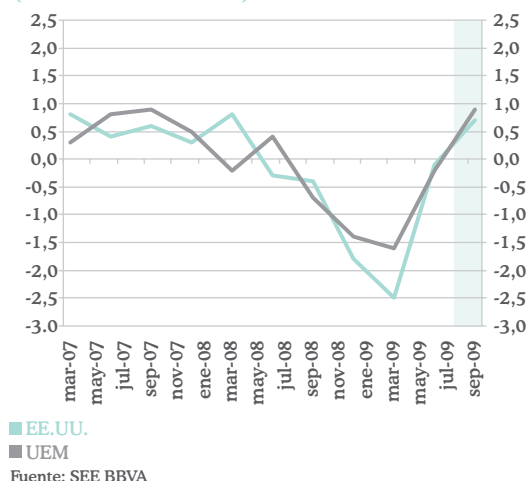
Parece probable entonces que los bancos centrales vayan gradualmente ensayando posibles alternativas para normalizar sus políticas de liquidez. La evidencia de las últimas semanas señala la importancia de la comunicación por las autoridades monetarias durante esta fase, separando lo que se diga respecto del diseño de las estrategias de salida, y el momento de su aplicación, que debería posponerse hasta que la economía dé señales de recuperación autosostenida.

Si bien las tensiones financieras se han reducido progresivamente desde los máximos alcanzados tras la caída de Lehman la situación actual dista de ser plenamente satisfactoria: los niveles de tensión en los mercados se encuentran todavía lejos de los niveles pre-crisis. Los mayores avances hasta la fecha se han producido en los mercados interbancarios. Así, el diferencial OIS a tres meses en EE.UU. y la UEM se encuentra en la actualidad en sus mínimos desde hace más de un año y medio, a pesar de que la evolución de dichos mercados continúa dependiendo de las inyecciones de liquidez por parte de los bancos centrales.

La reducción de las primas de riesgo ha sido extraordinariamente rápida durante los últimos meses. Así, los CDS bancarios norteamericanos alcanzaron en octubre su nivel mínimo desde el estallido de la crisis, y los

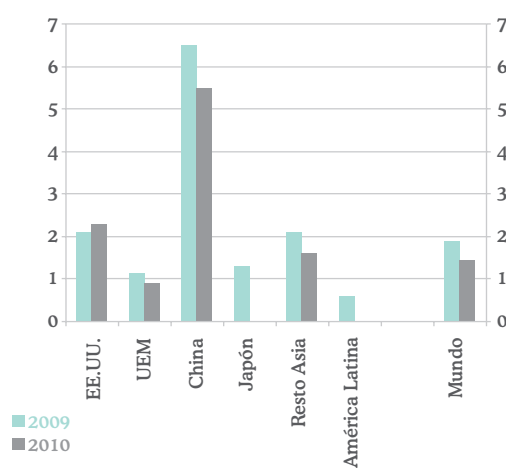
EE.UU. y UEM: crecimiento del PIB

(variación interanual %)



Programas de estímulo fiscal: tamaño

(% del PIB)



Indicador de tensiones financieras

(100=enero 07)

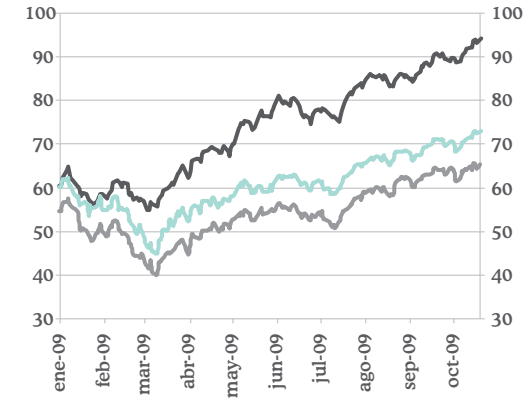


Fuente: SEE BBVA

Primer componente principal normalizado de las series de diferencial OIS, volatilidad implícita de la bolsa americana, CDS bancarios y CDS corporativos

Evolución de los mercados de renta variable

(Julio 2007=100)



■ Emergentes
■ EE.UU.
■ UEM
Fuente: Bloomberg y MSCI

Economías emergentes y G3: crecimiento del PIB

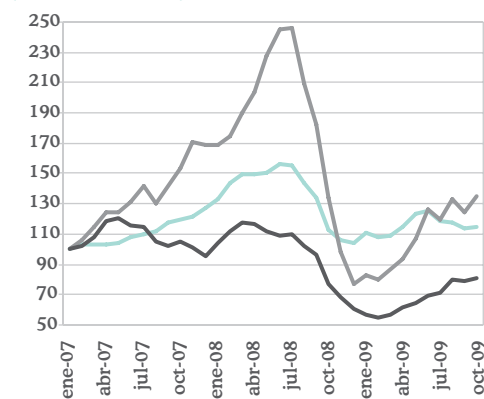
(variación interanual %)



■ Economías emergentes
■ G3 (EE.UU., UEM y Japón)
Fuente: SEE BBVA

Precios de materias primas

(enero 2007=100)



■ Precios de alimentos
■ Precios de metales
■ Precios de petróleo
Fuente: FMI

Europeos se situaron en su nivel más bajo desde hace casi un año. La cautela parece haberse impuesto en la mayoría de los mercados, en un contexto en que aún predomina una aversión al riesgo elevado.

Las economías emergentes, nuevo motor del crecimiento global...

La recuperación económica se presenta de forma muy heterogénea. En términos generales, las economías emergentes se encuentran en una senda de recuperación más sólida. Este hecho se explica por un conjunto de factores que han permitido a la mayor parte de estas economías (con la excepción de los países de Europa Emergente) sortear más fácilmente el encarecimiento de los mercados de financiación y la contracción de la actividad. Su menor exposición a la crisis financiera; el éxito de los programas de estímulo fiscal y monetario; el incremento en los precios de las materias primas en los últimos meses; la recuperación del comercio mundial; y, quizás lo más relevante para la sostenibilidad de su crecimiento a largo plazo, los esfuerzos previos por fomentar y practicar una política de estabilidad macroeconómica.

En lo que se refiere a las economías desarrolladas, la de EE.UU. parece encontrarse mejor posicionada que la europea. El impulso fiscal en EE.UU. tendrá un impacto más significativo sobre el crecimiento en los próximos años. En 2010 se estima que alcance los 3 puntos porcentuales (pp), frente a los 1,5pp en Europa. El escenario más probable para la economía de EE.UU. es de un moderado crecimiento ya que no hay certeza de que una vez se acabe el estímulo público, el sector privado recupere un crecimiento sostenido. Además, cuestiones como el desempleo o las cuentas públicas todavía son fuentes de preocupación.

En cuanto a Europa, el impulso fiscal será menos elevado en 2010 y heterogéneo entre países. La recuperación de la actividad se verá también pospuesta por el mayor grado de rigidez del mercado laboral.

Entre los países emergentes, los indicios de recuperación de la actividad son ya claros, con algunas diferencias destacables. China ya retomó ritmos de crecimiento muy elevados, justificados en parte por un aumento muy rápido del crédito y otras medidas de estímulo. Dentro de América Latina, la mayor parte de países ya muestran señales de crecimientos positivos durante el tercer trimestre. Sin embargo, la situación de las economías europeas emergentes presenta más riesgos ya que presentan una mayor fragilidad macroeconómica y financiera.

Y los precios de materias primas se recuperan en este contexto más positivo

La fuerte demanda proveniente de China primero y las perspectivas de recuperación de los países desarrollados en 2010 han dado un soporte muy importante a las materias primas, que iniciaron su recuperación junto a los mercados de renta variable. En los últimos meses, la caída de la aversión al riesgo y el debilitamiento del dólar han atraído inversiones financieras a estos mercados, apoyando la recuperación de precios. Esto ha permitido aliviar las presiones sobre el financiamiento público que experimentaron algunas economías emergentes a comienzos del año y han dado un sustento adicional a la apreciación de las monedas de países ricos en recursos naturales.

Las perspectivas de precios para el 2010 dependerán de la sincronización entre la recuperación de la producción industrial en países desarrollados y la normalización de la demanda proveniente de China. Como esperamos que la segunda preceda a la primera, estimamos que los fundamentos deberían apuntar a una corrección moderada de los precios de materias primas en los meses venideros, seguida de nuevas alzas, en la medida que la reactivación de la demanda global comience a dejar de maniifiesto las restricciones para ampliar la capacidad de oferta en los próximos años.

Entorno macroeconómico

La demanda interna será el motor del fuerte crecimiento económico de los próximos trimestres

Tras una súbita e importante caída en el último trimestre del 2008, la economía brasileña se recuperó antes de lo previsto, y con mucha mayor solidez el primer semestre de este año. En especial debe destacarse el segundo trimestre, cuando el PIB creció un 1,9% intertrimestral. El motor de esta recuperación fue el consumo privado y el ajuste de la demanda externa neta¹.

Los mismos factores que contribuyeron a los buenos resultados del consumo privado en el primer semestre del año seguirán jugando un importante papel en los próximos trimestres. En primer lugar, la expansión del crédito aportado por la banca pública proseguirá en lo que queda del 2009 y también en 2010. De hecho, a partir de ahora la expansión del crédito recibirá también el empuje del sector privado.

En segundo lugar, aunque los incentivos fiscales para la compra de bienes de consumo duraderos (en especial automóviles y electrodomésticos) se irán retirando gradualmente, continuarán reforzando el consumo privado en los próximos meses. Por otra parte, el gasto público seguirá creciendo rápidamente en los próximos trimestres tal cual se ha observado en lo que va de año.

En tercer lugar, la moderación de la inflación tuvo (y seguirá teniendo) repercusiones positivas directas sobre los salarios reales. Asimismo, esto ha permitido al Banco Central recortar los tipos de interés hasta mínimos históricos. Debido al impacto retrasado sobre la actividad económica del descenso de los tipos de interés, sus repercusiones máximas se observarán en los trimestres venideros.

Por último, el consumo privado se ha beneficiado de los avances registrados en el mercado de trabajo. A partir de febrero, la economía comenzó a crear empleo a un ritmo creciente. Hasta octubre, el número total de puestos de trabajo creados era un 60% mayor que los destruidos durante la peor fase de la crisis (desde noviembre hasta enero). Solamente en octubre se crearon 230.000 puestos de trabajo, una cifra muy próxima a los niveles previos a la crisis².

La relativa solidez del mercado de trabajo está relacionada con dos cambios estructurales que se produjeron en los últimos años: una reducción de la tasa de desempleo de equilibrio y una disminución del grado de informalidad de la economía. Según nuestros cálculos, la tasa de desempleo de equilibrio de la economía brasileña retrocedió desde aproximadamente el 10% del período 2002-2005 hasta el 8,5% en 2009. Por su parte, la proporción de empleos informales el total se redujo del 30% al 25% en el mismo período³. Tanto la tasa de desempleo de equilibrio como el grado de informalidad del mercado de trabajo continuarán sus tendencias a la baja y, por consiguiente, seguirán empujando el consumo privado.

Aparte del empuje procedente del consumo privado, la demanda interna recibirá un apoyo cada vez mayor del componente de inversiones en lo que queda de este año y en 2010. Las inversiones se vieron mucho más afectadas que el consumo privado por la incertidumbre mundial debido a

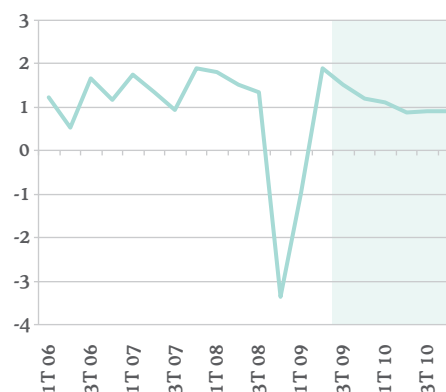
¹ El PIB brasileño retrocedió un 3,37% t/t en el 4T08 y un 0,97% t/t en el 1T09. En el 2T09 creció un 1,9% t/t (-1,16% a/a) gracias al repunte del 2,09% t/t del consumo privado, a la estabilidad del consumo público y al total de inversiones (0,03% t/t y -0,06% t/t, respectivamente), así como al incremento de las exportaciones (14,13% t/t) y de las importaciones (1,54% t/t).

² Entre noviembre del 2008 y enero del 2009 se destruyeron 790.000 empleos. Desde febrero a octubre se crearon 1.270.000 puestos de trabajo netos. El buen hacer del mercado de trabajo durante lo peor de la crisis ayuda a entender por qué la tasa de paro fue mucho más resistente a la crisis de lo que se pensó en un primer momento. Llegó a su máximo, el 9%, en marzo, y a partir de ese momento comenzó a bajar continuamente. Tal y como puede observarse en el gráfico, en este momento la tasa de paro se encuentra próxima a sus mínimos históricos.

³ Los cálculos del BBVA están basados en datos del IBGE (Instituto Brasileño de Geografía y Estadística).

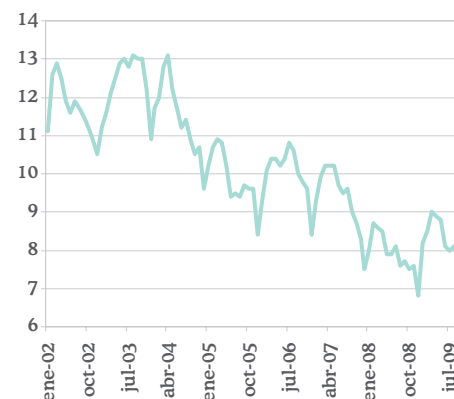
PIB

(% t/t)



Fuente: Bloomberg, BBVA

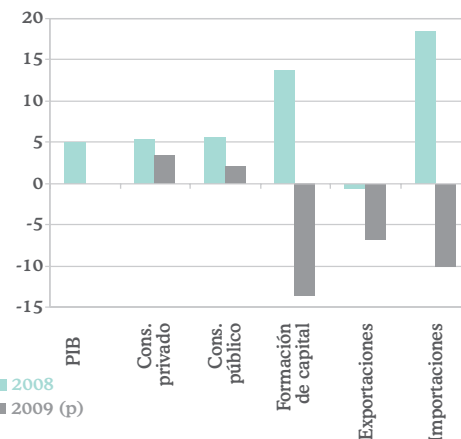
Tasa de desempleo (%)



Fuente: Bloomberg, BBVA

Componentes del PIB

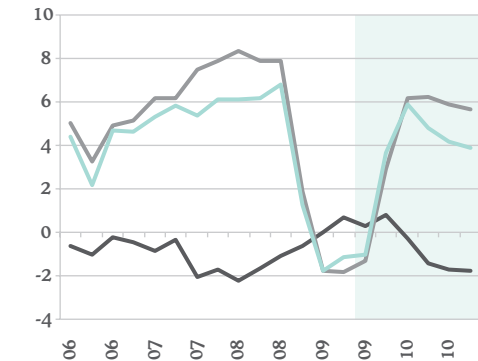
(% anual)



Fuente: Bloomberg, BBVA

Aportación de la demanda interna y externa al PIB

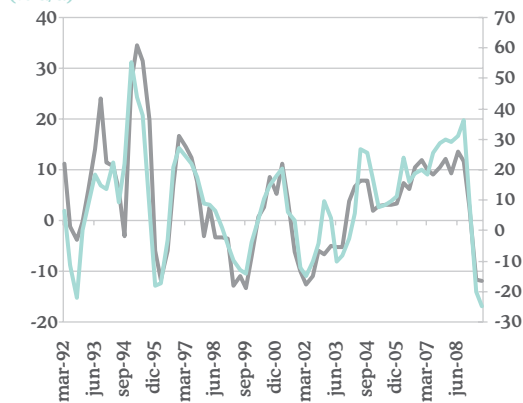
(% a/a)



■ Demanda interna
■ PIB
■ Demanda externa
Fuente: Bloomberg, BBVA

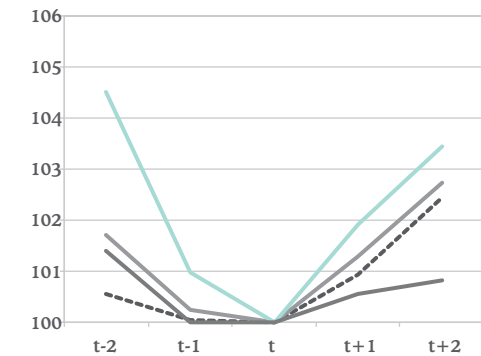
Inversiones y exportaciones

(% a/a)



■ Importaciones (dcha.)
■ Inversiones (izq.)
Fuente: Cuentas nacionales, IBGE

Evolución del PIB en diferentes recesiones (índice estacionalizado)



■ actual (t = 2T 2009) ···· 2001
■ 2003 ■ 1998
Fuente: IBGE, BBVA

su relativa mayor dependencia de las condiciones de los mercados exteriores y también como consecuencia de niveles de existencias inicialmente altos. Aunque los datos del segundo trimestre muestran que el retroceso de las inversiones se ha frenado, éstas ya se situaban a un nivel muy inferior al anterior a la crisis. A partir del tercer trimestre, el fuerte repunte del consumo privado, asociado con las mejores perspectivas del escenario mundial, estimulará la recuperación de los niveles de inversión y contribuirá a las perspectivas de crecimiento brasileño.

En general, tomando en cuenta todos estos factores, la demanda interna debería mantenerse prácticamente constante en 2009 (con respecto a 2008) y expandirse en más de un 6% en los próximos años.

Por otra parte, la aportación de la demanda externa al PIB contribuirá menos a su crecimiento en los próximos períodos que en los últimos trimestres, tal y como lo refleja el gráfico de al lado.

Más exactamente, la aportación de la demanda externa al crecimiento del PIB pronto será negativa, como lo fue antes de la crisis (tal y como cabría esperar en un país que crece más que su potencial). Por consiguiente, el país necesitará basarse más en el ahorro externo para financiar su crecimiento.

En el primer semestre del 2009, el ajuste de la demanda externa fue consecuencia de la dura contracción de las importaciones brasileñas (sobre todo como consecuencia de la moderación del crecimiento de la demanda interna). A pesar de la fuerte caída, las exportaciones encontraron cierta sustentación en la sólida demanda china de materias primas (de hecho, China sustituyó a EE.UU. como principal socio comercial de Brasil en el primer semestre de este año). El real, además, se mantuvo relativamente depreciado durante la primera parte del año, y fue otro motor del ajuste en la demanda externa. No obstante, a partir de ahora este mecanismo se invertirá. Tanto el mayor dinamismo de la demanda interna brasileña como la apreciación de la moneda alimentarán una mayor expansión de las importaciones que de las exportaciones. Una característica de la recuperación de las importaciones será su correlación con las inversiones. El aumento de las necesidades de inversión jugará un importante papel en la expansión de las importaciones del país (véase más adelante un análisis detallado de las cuentas externas).

En resumen, Brasil debe crecer en torno al 1,5% en los dos últimos trimestres de este año, con lo que el crecimiento del PIB en 2009 se aproximará al 0%⁴. A pesar de ser una cifra débil si la comparamos con la de años anteriores, es sin duda un buen resultado teniendo en cuenta la situación de la mayoría de los demás países, y también en comparación con las pasadas experiencias brasileñas durante turbulencias globales (véase el gráfico al lado). Aunque las elecciones presidenciales generarán cierta volatilidad, el crecimiento se situará en torno al 4,5% - 5% en 2010 y en los años subsiguientes.

La tendencia a la baja de la inflación se revertirá pronto

Desde octubre del 2008, la inflación viene manteniendo una trayectoria benigna gracias a la moderación del crecimiento de la demanda interna y a la caída de los precios de las materias primas desde niveles históricamente altos. El IPCA, que subía a un ritmo del 6,4% un año atrás, recientemente descendió por debajo del objetivo del 4,5%, y posiblemente cerrará el año en el 4,2%.

En el primer semestre de 2010 podrían producirse ciertas presiones inflacionistas como consecuencia del cierre del *output gap* de cierta recuperación de los precios de las materias primas. La apreciación del real tendrá un efecto moderador sobre los precios, aunque no impedirá que el

⁴La previsión de crecimiento del 0% para 2009 incluye el avance del 1,5% t/t del 3T, y un tanto menor en el 4T. Los indicadores de actividad más recientes sugieren, entre tanto, que el crecimiento observado podría ser superior (véase el Recuadro 1).

IPCA se acerque a un 4,5% antes de mediados del año ni que cierre el ejercicio ligeramente por encima del objetivo.

No obstante, podría producirse una situación más inflacionaria si la expansión de los precios de las materias primas es en 2010 mayor que la prevista, o bien si las repercusiones de una fuerte expansión fiscal no se contrarrestan con una adecuada política monetaria de ajuste.

La política fiscal seguirá siendo expansiva, pero la sostenibilidad de la deuda no será una preocupación a corto plazo

Los ingresos públicos han sido muy sensibles al devenir de la actividad económica. Incluso más de lo que muchos analistas esperaban. Los ingresos crecieron bastante en el período previo a la crisis, y comenzaron a descender bruscamente desde comienzos de año, como puede verse en el gráfico.

Por el contrario, el gasto público ha sido mucho menos sensible al ciclo. Para ser exactos, el gasto público se ha mantenido muy expansivo incluso después del inicio de la crisis (en términos reales, el gasto total en los primeros nueve meses del 2009 ha sido un 11% superior al del mismo período del año pasado; el gasto en salarios públicos aumentó un 13% en el mismo período, también en términos reales). Esta expansión refleja más la incapacidad del gobierno de controlar su gasto que una capacidad de implementar estímulos fiscales anticíclicos.

En la práctica, la expansión del gasto público observada recientemente ayudó a mitigar el impacto de la crisis, incluso aunque las medidas anticíclicas explícita e intencionadamente adoptadas por el gobierno fueron los incentivos fiscales para la compra de bienes de consumo duraderos (especialmente vehículos y electrodomésticos)⁵. Además, el gobierno ordenó a la banca pública a incrementar sus créditos para respaldar la economía⁶. Estas medidas fueron muy eficaces para agilizar el proceso de recuperación⁷.

El gobierno ha revisado a la baja el objetivo de superávit primario de este año hasta el 1,6% (desde el 3,5% del año pasado), pero a pesar de este ajuste no queda claro si será capaz de cumplir este objetivo reducido hasta final de año (el superávit primario acumulado en los últimos 12 meses alcanzaba en septiembre el 1,2%). De lo contrario, posiblemente utilice parte del fondo patrimonial soberano creado el año pasado (que asciende al 0,5% del PIB).

Suponiendo que el gobierno sea capaz de alcanzar el objetivo del 1,6% hasta finales de año, y considerando que el superávit primario del año pasado fue de aproximadamente el 3,7% del PIB, el descenso total del superávit primario en 2009 ascenderá a más de 2 pb. Según nuestros cálculos, la mitad de este deterioro se debe a los gastos expansivos (permanentes), el 30% es consecuencia del descenso de la recaudación y un 20% tiene su origen en los incentivos fiscales temporales.

Como consecuencia del menor superávit primario, y a pesar del descenso de pago por intereses (debido a que los tipos han bajado), el déficit nominal debería cerrar el ejercicio en aproximadamente el -3,5% (-2% en diciembre del 2008).

Aunque los incentivos fiscales ya están siendo retirados gradualmente — para suprimirlos totalmente a principios de 2010 — y a pesar de que los ingresos públicos experimentarán una fuerte recuperación el año que viene, la continuidad de la expansión del gasto no de inversión, que en este momento es el principal causante del deterioro de las cuentas públicas, causará problemas. Más precisamente, el gasto público posiblemente

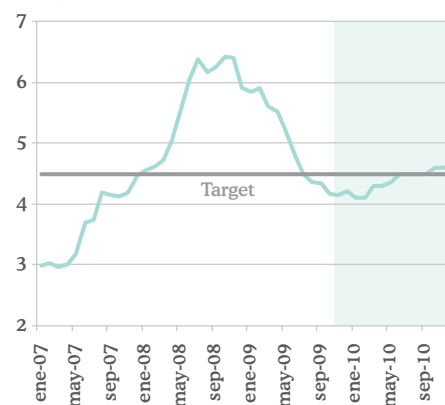
⁵ Los incentivos fiscales han ascendido a aproximadamente el 0,6% del PIB.

⁶ Los resultados de la banca pública no se incluyen en las cuentas del gobierno fiscal. La expansión del crédito público puede categorizarse como "cuasi fiscal", en lugar de puramente "fiscal".

⁷ A diferencia de los recortes impositivos y del crédito público, el gasto público no es fácilmente reversible.

Inflación - IPCA

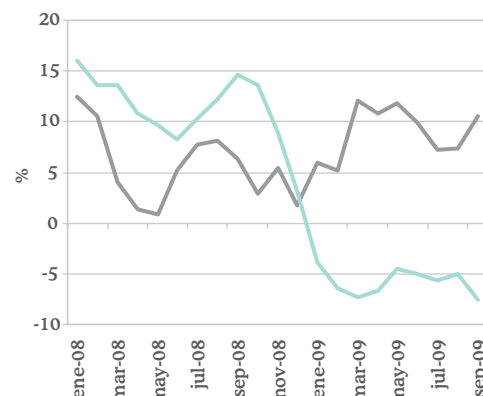
(% anual)



Fuente: IBGE, BBVA

Ingresos y gastos del Gobierno Central

(tasa a/a real, promedio variable de 3 meses)

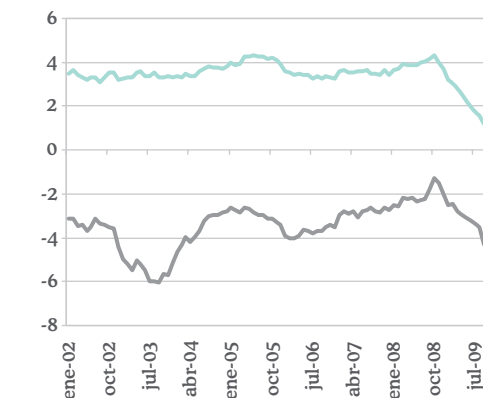


■ Ingresos
■ Gastos

Fuente: IPEA, BBVA

Resultados fiscales nominales y primarios

(% del PIB, acumulado en 12 meses)

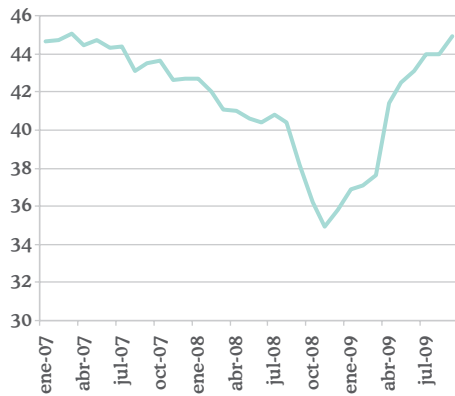


■ Primario
■ Nominal

Fuente: IPEADATA

Deuda pública neta

(% del PIB)



Fuente: Bloomberg

Tipo de cambio

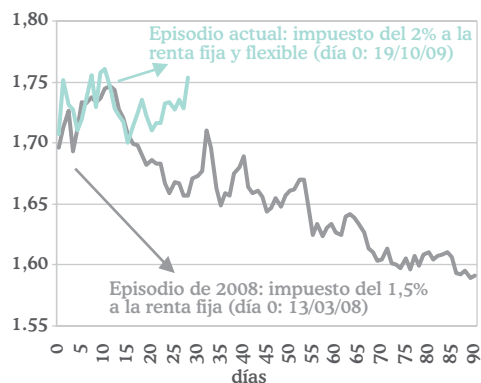
(Real / USD)



Fuente: Bloomberg

Evolución del tipo de cambio tras la introducción del impuesto a los capitales extranjeros

(dos episodios: marzo de 2008 y octubre de 2009)



Fuente: Bloomberg

contribuirá más de lo necesario a la expansión de la demanda interna y, por consiguiente, se producirá un ajuste al alza de los tipos de interés. En consecuencia, se generarán presiones adicionales para apreciar el real, lo que aumentará el coste del servicio de la deuda pública. Esta situación también generará una exclusión del sector privado.

Sin embargo, la sostenibilidad de la deuda pública no debería ser un problema a corto plazo, ya que los beneficios observados en los últimos años dan cierto margen para una expansión fiscal temporal, y debido a que el perfil de la deuda brasileña es hoy mucho mejor que en el pasado. Además, a medio plazo (y especialmente después de las elecciones) preveemos que el gobierno realice algunos ajustes fiscales.

La deuda pública neta debería cerrar el año en torno al 45% del PIB (el nivel más alto desde comienzos del 2006), aunque comenzará a disminuir nuevamente a partir de 2010⁸.

El impuesto sobre la entrada de capitales extranjeros refleja inquietud por la apreciación y apunta a la implantación de más controles

Como consecuencia de la sólida recuperación que vive Brasil, así como del exceso de liquidez en el mundo, el país ha estado recibiendo grandes flujos de capital extranjero, lo que ha motivado la revalorización del real. La moneda brasileña se cotiza actualmente en torno a 1,7 por dólar. Es la cotización más alta desde septiembre del 2008, y representa una revalorización del 37% desde principios de año.

El tipo de cambio real efectivo se sitúa actualmente un 6% por debajo de la media de los últimos cinco años. Según nuestros modelos econométricos, el actual tipo de cambio podría estar hasta un 17% sobrevalorado en comparación a su nivel de equilibrio a largo plazo⁹.

Otra consecuencia de la afluencia de dólares al país ha sido el avance, de un 76%, de la Bolsa de São Paulo¹⁰.

Tanto la apreciación del real como la expansión de la BOVESPA han generado preocupación en el gobierno por la posible formación de burbujas de activos y por la repercusiones negativas (del real revalorizado) en las industrias nacionales. El Banco Central comenzó a comprar dólares en mayo para moderar las fluctuaciones de cambio, pero como la tendencia de la apreciación continuaba, el gobierno comenzó a aplicar un impuesto del 2% a la entrada de capital extranjero en los mercados de renta fija y variable¹¹.

Se prevé que las repercusiones directas de este impuesto no serán significativas porque los factores de la apreciación (básicamente, sólidas perspectivas de recuperación) seguirán presentes y porque, al existir mercados financieros relativamente sofisticados, los inversores internacionales podrán hallar alternativas para invertir en el país sin pagar el impuesto (ya existen datos que demuestran que consiguen evitarlo). Aunque las consecuencias directas de la implementación de esta medida no serán significativas (en marzo del 2008 se estableció un impuesto del 1,5% sobre los capitales extranjeros invertidos en mercados de renta fija con resultados muy limitados; este impuesto finalmente se eliminó el mismo año), contribuye a consolidar la opinión de que, implícitamente, el gobierno establecerá un suelo para el tipo de cambio. Algunas declaraciones recientes de las autoridades públicas refuerzan esta opinión. Es probable que próxi-

⁸ Una variable importante que explica las recientes fluctuaciones de la deuda pública es el tipo de cambio. Dado que el sector público es ahora un acreedor externo (gracias a sus sustanciales reservas internacionales), una devaluación de la moneda contribuirá a reducir la deuda. Por otra parte, una apreciación del real (como la producida en los últimos meses) tendrá repercusiones negativas sobre la deuda.

⁹ Los cálculos del tipo de cambio real efectivo se basan en datos del IPEA. Nuestro modelo econométrico se basa en un modelo PPP, ajustado para incorporar los diferenciales de productividad.

¹⁰ En el mismo período, las bolsas de valores crecieron un 103% en Perú, 99% en Argentina, 49% en Colombia y 33% en Chile.

¹¹ Entre mayo y octubre, el Banco Central adquirió 21.000 millones de dólares. Según los datos más recientes (16 de noviembre), las reservas de divisas suman 235.000 millones de dólares, y seguirán aumentando en los próximos tiempos.

mamente el gobierno adopte más medidas para evitar que el tipo de cambio baje de la marca de 1,70. Todo esto distorsiona el tipo de cambio y podría acabar teniendo repercusiones (más significativas que las del impuesto).

La mejor medida para evitar que el real se aprecie posiblemente sería una política fiscal más estricta (que disminuiría las presiones sobre la demanda interna y, por consiguiente, sobre el real), aunque no es un escenario probable a corto plazo.

El real posiblemente cierre el año en torno a 1,70 por dólar, y la tendencia a la apreciación ganará impulso en 2010 debido al diferencial de crecimiento con respecto a la mayoría de las demás economías y al incremento del diferencial de tipos de interés después de que el Banco Central empiece a subir estos tipos en el primer semestre del año, antes que la Reserva Federal y el BCE.

En resumen, el tipo de cambio en 2010 fluctuará entre 1,60 y 1,70. El riesgo al alza de estas previsiones es el comportamiento del dólar en los mercados internacionales. Una recuperación de la divisa estadounidense (consecuencia de la recuperación económica de EE.UU., por ejemplo) podría provocar una presión de depreciación sobre el real más fuerte que la prevista.

El déficit por cuenta corriente se incrementará significativamente porque el país crecerá por encima de su potencial

Desde el inicio de la crisis hasta hace muy poco tiempo atrás, el déficit por cuenta corriente de la economía brasileña sufrió una cierta corrección con la desaceleración de la demanda interna. Más precisamente, el déficit anual bajó desde los 28.000 millones de dólares de finales del 2008 hasta los 18.000 millones de octubre de este año. Sin embargo, de ahora en adelante el déficit por cuenta corriente comenzará a incrementarse rápidamente debido a la expansión de la demanda interna.

Hacia finales del 2009, el déficit por cuenta corriente se situaría en torno a los 20.000 millones de dólares, y posiblemente alcance los 45.000 al cierre de 2010. Estas cifras representan alrededor del 1,2% y 2,2% del PIB, respectivamente.

El superávit de la balanza comercial, que posiblemente cierre 2009 en torno a los 26.000 millones de dólares, podría deteriorarse significativamente hacia finales de 2010. Según nuestras proyecciones, el superávit comercial alcanzará aproximadamente los 10.000 millones de dólares en 2010, ya que las importaciones crecerán más rápido que las exportaciones¹². Tal y como hemos comentado en la sección precedente, el dinamismo de las importaciones será empujado por la fortaleza del real y el aumento de la demanda interna. Un motor especialmente importante de las importaciones será la evolución de las inversiones, que prevemos que aumentarán un 15% el año que viene (el gráfico de arriba muestra la fuerte correlación entre las importaciones y las inversiones).

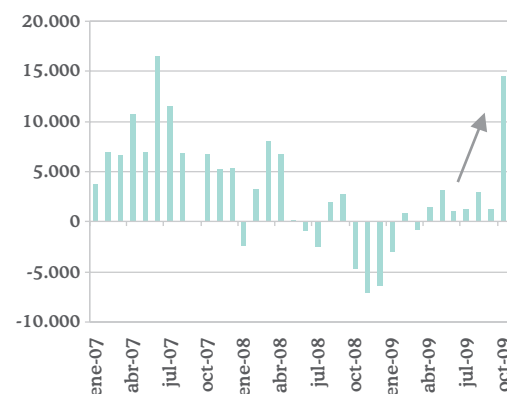
También la balanza de servicios seguirá deteriorándose en lo que queda del 2009, y especialmente en 2010, como consecuencia de la revalorización del real. Estimamos que el déficit de 46.000 millones de dólares del 2009 trepará hasta los 55.000 millones en 2010.

Los déficits por cuenta corriente del 2009 y 2010, superiores a los previstos, no serán una sorpresa porque la expansión de la demanda interna posiblemente supere las expectativas y debido a la alta sensibilidad de los resultados de cuenta corriente a esta variable. De todos modos, los déficits por cuenta corriente seguirán ampliándose en los próximos años, y podrían fácilmente alcanzar una media superior al 3% del PIB a partir de 2011.

¹² Más explícitamente, las importaciones crecerán en 2010 en torno al 30%, en tanto que las exportaciones harán lo propio en un 15%.

Entradas netas de capitales a Brasil

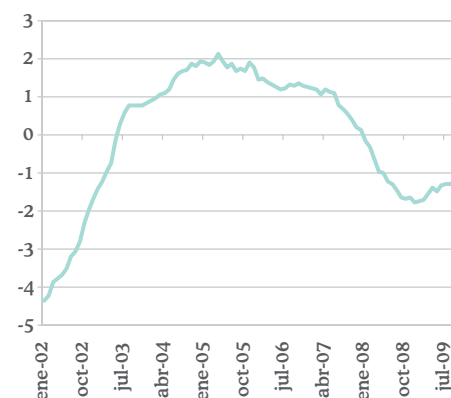
(millones de USD)



Fuente: Banco Central de Brasil

Cuenta corriente

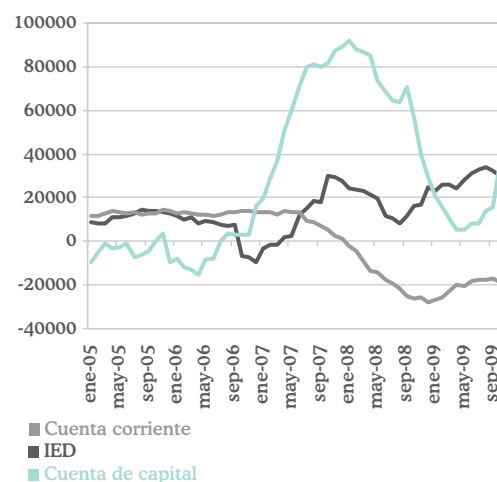
(% del PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil

Cuenta corriente, cuenta de capital e IED

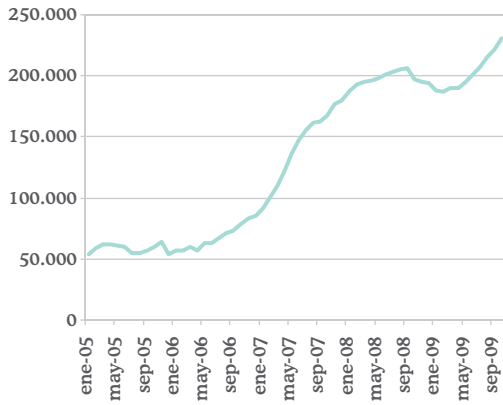
(millones de USD, acumulados en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Brasil

Reservas internacionales

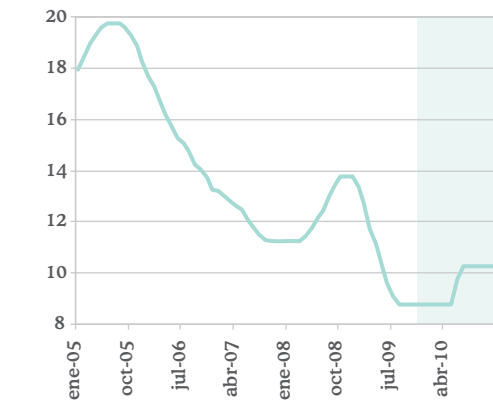
(millones de USD)



Fuente: Banco Central de Brasil

SELIC

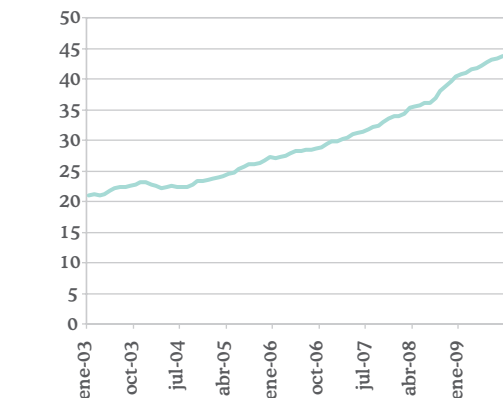
(% anual)



Fuente: Bloomberg

Crédito total al sector privado

(% PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil

Es muy probable que el país continúe atrayendo capital extranjero para financiar estos déficits. Lo más importante es que los flujos de inversión extranjera directa (IED) continuarán entrando. Más precisamente, en 2009 las entradas de IED totalicen 28.000 millones de dólares, superiores a los 25.000 millones del 2008. Y en 2010 podrían llegar a superar los 35.000 millones.

Por consiguiente, se espera que los déficits por cuenta corriente sean financiados por las entradas de capital. Además, el Banco Central cuenta con cuantiosas reservas de divisas (en torno a los 235.000 millones de dólares) que siguen creciendo. Sin embargo, un parón súbito de la entrada de capitales —por ejemplo, como consecuencia de un cambio en la confianza de los mercados internacionales (lo que podría darse por la incertidumbre política durante un año electoral— podría afectar negativamente al país. En tal situación de altos déficits por cuenta corriente y escasez de capital internacional, el real podría depreciarse bruscamente, con las consiguientes consecuencias para Brasil y la región. A pesar de ello, en este momento consideramos que esta situación tiene pocas probabilidades de darse.

El SELIC se ajustará al alza, aunque seguirá por debajo de los niveles anteriores a la crisis

Aunque existe mucha incertidumbre sobre el momento de implementar la salida de las medidas monetarias, un crecimiento económico sólido podría obligar al Banco Central a ajustar el SELIC (Sistema Especial de Liquidación y Custodia) desde el 8,75% al 10,25%, ya que la inflación y la inflación prevista subirán el primer semestre. Por consiguiente, el SELIC debería mantenerse invariable en el 8,75% en lo que resta del 2009 y en el primer trimestre del 2010 porque “este nivel de tipo de interés básico es coherente con un escenario de inflación benigna y con la recuperación no inflacionaria de la actividad económica, tal y como lo ha comunicado el Comité de Política Monetaria del Banco Central.

La incertidumbre sobre la próxima estrategia de salida que va a implementar la autoridad supervisora va más allá del comportamiento de la inflación. Incluye el riesgo (limitado, pero no negativo) de que los factores políticos tengan un papel sobresaliente en un año electoral. Los factores políticos incluyen las elecciones presidenciales que se celebrarán en octubre, así como la incertidumbre sobre estrategia de salida a principios de 2010 del gobernador del Banco Central, Henrique Meirelles. Además de los factores políticos, la actual revalorización del real podría suponer un dilema para los miembros del Comité de Política Monetaria, ya que un ajuste al alza del SELIC podría contribuir a generar más presiones sobre el tipo de cambio.

La importancia de los factores políticos y del tipo de cambio debería ser limitada y secundaria para las decisiones del Banco Central.

No obstante, si las presiones inflacionarias se mantienen más controladas de lo que se prevé, otros factores podrían contribuir a la decisión de no modificar los tipos de interés hasta 2010. No obstante, este escenario parece ser menos probable que aquel en el que los tipos de interés se ajusten al 10,25% en el primer semestre de 2010.

A la expansión del crédito de los bancos públicos pronto le seguirán los bancos privados

El volumen total de créditos al sector privado en Brasil alcanzó en octubre un nuevo máximo histórico, el 44,1% del PIB. Un año atrás, inmediatamente antes de que el país fuese sacudido por las turbulencias internacionales, el crédito total al sector privado rondaba el 38% del PIB.

Esta fuerte expansión, simultánea con la peor crisis económica en muchas décadas, se debe a dos motivos principales. El primero, la moderación del crecimiento del PIB. Esta moderación posibilitó que la expansión del crédito en relación con el PIB resultase relativamente “más fácil”. El segundo motivo, más importante, es la expansión anticíclica del crédito público.

Cuando no había mucho margen para implementar una sólida política fiscal anticíclica a través de un programa de gasto público, el gobierno federal pidió a los bancos públicos que agilizase el otorgamiento de créditos durante la crisis. El porcentaje del crédito público sobre el total del crédito llegó en octubre al 38%, frente al 33% de un año atrás.

En este momento, el crédito público está creciendo a un 32% a/a, mucho más que el del sector privado, que se sitúa en torno al 5%. Esto supone un fuerte contraste con la situación anterior a la crisis, cuando el crecimiento del crédito privado era mayor que el del público. En general, el ritmo de crecimiento del crédito se sitúa ahora alrededor del 15%, la mitad que antes de la crisis.

La expansión del crédito público provocó inquietud por los riesgos que asumen la banca pública. A pesar de la solidez inicial del sistema bancario, tanto un deterioro peor que el previsto de las condiciones económicas como un incremento mayor que el esperado en los préstamos de dudoso cobro (PDC) podría haber creado problemas para la banca pública. Sin embargo, la actividad económica se ha recuperado antes y de manera más sólida de lo previsto. Los PDC se mantuvieron por debajo de los niveles de crisis anteriores y ya muestran indicios de moderación. En septiembre se situaron en el 4,4%, más que el 2,8% de septiembre del 2008, aunque mucho menos que el 10% alcanzado en 2000, por ejemplo). Al apoyar a la recuperación económica, los bancos públicos se han asegurado una cuota mayor del mercado de crédito y ahora están en una mejor posición para competir en un mercado que se espera que crezca significativamente en los próximos años.¹³

La expansión del crédito será empujada por el importante crecimiento económico, los menores tipos de interés y la mayor competencia entre los bancos. Inicialmente se concentrará en los sectores del consumo e inmobiliario, aunque pronto llegará a otros segmentos.¹⁴

Cambiando de tema, la IBOVESPA subió un 76% en lo que va del año, reflejo de la confianza en la economía brasileña. Aunque este avance ha sido alimentado por la vasta liquidez de los mercados internacionales, está apoyado en la rápida recuperación del crecimiento económico que experimenta Brasil.

El riesgo país, medido por el índice EMBI+, se sitúa ahora en torno a los 215 pb, casi un 50% menos que el observado a principios de año.

En resumen, el país seguirá creciendo en los próximos años, pero el optimismo que despierta Brasil no debe ocultar la necesidad de abordar sus problemas

El optimismo que despierta Brasil debería aprovecharse como oportunidad para que el país consolide los avances macroeconómicos experimentados en los últimos años. En particular, el ajuste de las cuentas fiscales debería seguir siendo una importante prioridad.

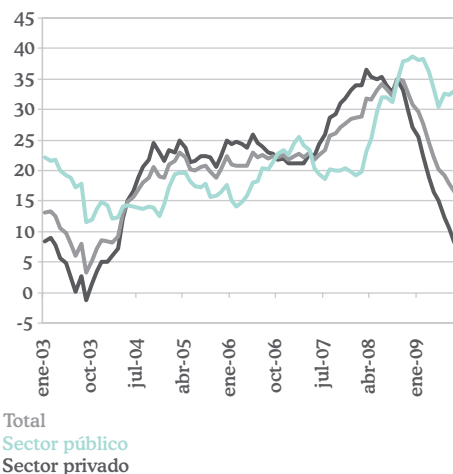
Según nuestro escenario de referencia, el país crecerá en torno al 4,5% - 5% en los próximos años. Por una parte, parece bastante improbable que el crecimiento alcance una media inferior al 4% en los tres próximos años. Pero por la otra, la ausencia de algunas reformas estructurales posiblemente siga limitando el potencial de crecimiento de Brasil. El abordar algunos problemas estructurales —como las distorsiones provocadas por el sistema tributario, el bajo nivel de inversiones en infraestructura y los bajos niveles de capital humano— podría permitir alcanzar un crecimiento anual del 6%.

¹³ Desde septiembre del 2008 hasta octubre pasado, los PDC de la banca pública pasaron desde el 1,9% al 2,6%, en tanto que en el sector privado hicieron lo propio desde el 3,3% al 5,6%.

¹⁴ El dinamismo de los créditos inmobiliarios es ya bastante alto (42% a/a). Algunos cambios estructurales implementados en los últimos años, la mejora de la situación macroeconómica los muy bajos puntos de partida contribuirán a la expansión del crédito en los próximos años.

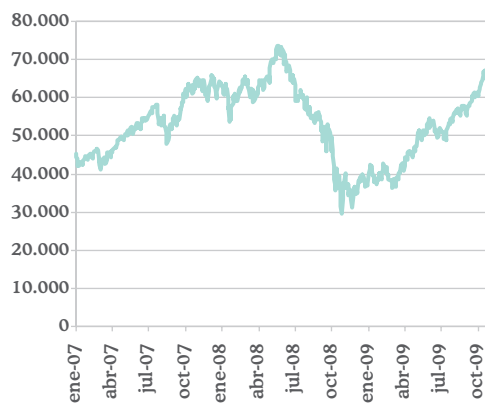
Evolución del crédito al sector privado

(% a/a)



Fuente: Banco Central de Brasil

IBOVESPA



Fuente: Bloomberg

EMBI +



Fuente: Datastream

Recuadro 1: Indicador sintético de actividad de la economía brasileña

Sobre la base de los indicadores mensuales, hemos elaborado un indicador sintético de actividad (ISA) trimestral de Brasil. Este indicador resume la información aportada por indicadores de alta frecuencia, y puede utilizarse para realizar previsiones de la variación del PIB a corto plazo (básicamente, uno o dos trimestres por adelantado).

A partir de una larga lista de indicadores mensuales (como producción industrial, exportaciones, ventas minoristas, utilización de la capacidad, empleo, confianza de empresarios y consumidores, ventas de vehículos y tasa de paro), utilizamos un modelo econométrico para identificar las variables más importantes y así obtener una previsión del PIB brasileño. Con datos a partir del 2000 en adelante, observamos que las variables más importantes a incluir en el indicador sintético de Brasil son las ventas minoristas, la confianza de los consumidores y la producción industrial (que resultó ser la variable más importante de nuestro ejercicio econométrico). Empleando las tres variables, más la variable del PIB retardado (que incorpora parte de la inercia de la evolución del PIB), es posible simular aproximadamente el 90% de las recientes fluctuaciones del PIB. Conseguimos demostrar que los otros indicadores adelantados no contribuyen de manera significativa a mejorar la capacidad de proyección del ISA.

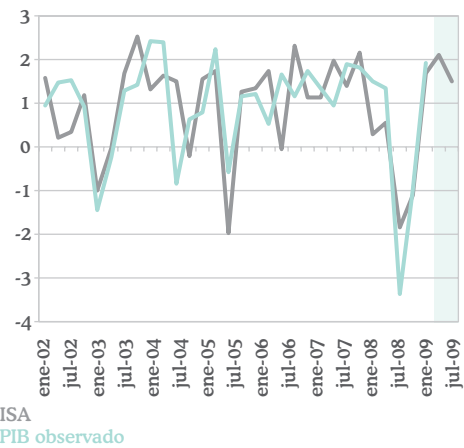
Por ejemplo, para los dos primeros trimestres del 2009, nuestro ISA hubiese sugerido variaciones de entre el -1,1% y el 1,7% t/t del PIB, que en la realidad resultaron ser -1,0 y 1,9% en el primer y segundo trimestres, respectivamente.

Utilizando los datos de la producción industrial, las ventas minoristas y la confianza de los consumidores, nuestro ISA apunta a un crecimiento t/t del PIB del 2,1% para el tercer trimestre del año.

Como puede verse en el gráfico precedente, según nuestras previsiones la producción industrial, las ventas minoristas y la confianza de los consumidores continuarán avanzando en el cuarto trimestre del 2009. Más exactamente, estos indicadores avanzarán un 3,4%, un 1,4% y un 2,1% t/t, respectivamente, en el último trimestre del año. Sobre la base de estos resultados, nuestro ISA apunta a que el PIB se incrementará un 1,5% t/t en el último trimestre del 2009.

PIB observado e ISA

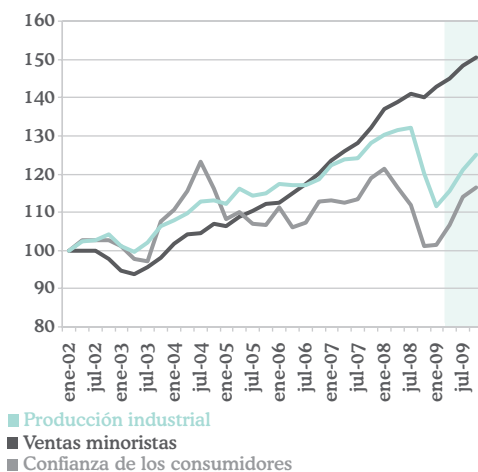
(% t/t)



Fuente: Bloomberg, BBVA

Indicadores adelantados incorporados al ISA

(ene 2002 = 100, estacionalizado)



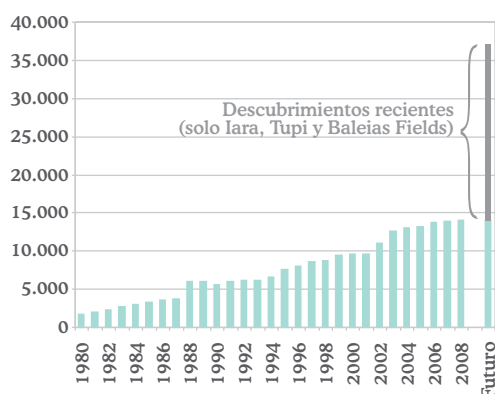
Fuente: Bloomberg, FGV, BBVA

Por consiguiente, nuestro modelo de ISA sugiere que el PIB brasileño aumentará un 2,1% y un 1,5% t/t en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente. Estas cifras son apenas superiores a las de nuestras actuales previsiones de evolución del PIB (1,5% y 1,2%). Por consiguiente, indican una distorsión a la baja de nuestras actuales previsiones del PIB. Es decir, que Brasil podría cerrar el año con un crecimiento del PIB superior al 0%.

Recuadro 2: Un nuevo marco regulador para el sector petrolero

El gobierno brasileño presentó el 31 de agosto un nuevo marco regulador para la explotación de las reservas de crudo en el área de «pre-sal» (que representa 149.000 km² de la costa brasileña; se denomina «pre-sal» porque el petróleo se encuentra a grandes profundidades bajo el agua, hay aproximadamente 3.000 metros de arena, roca y una capa de sal. Se estima que las reservas potenciales llegarían hasta 150.000 millones de barriles, diez veces la cantidad de reservas de crudo atribuidas a Brasil antes del 2008)

Reservas petrolíferas brasileñas (millones de barriles)



Fuente: Petrobras, Gobierno brasileño

El proyecto propone cambiar del sistema actual de concesión de producción a un sistema de producción compartida. En un sistema así, el gobierno y las empresas petroleras comparten la propiedad del yacimiento y del petróleo extraído (Arabia Saudí, Rusia y México, por ejemplo, han adoptado este sistema en al menos parte de sus yacimientos). En cambio, el sistema de concesión, el gobierno concede la propiedad del yacimiento, así como el petróleo a una empresa a cambio de «royalties» (este es el sistema que se ha adoptado en EE.UU., Canadá y Noruega, por ejemplo). Pese a que las ventajas del sistema compartido frente al de concesión no están claras, el gobierno argumenta que aquél es el mejor sistema a adoptar para la capa de «pre-sal» ya que ahora se considera que los riesgos que conlleva la exploración (la incertidumbre acerca de la existencia de petróleo) son pocos. El cambio no se aplicará a zonas que estén ya acogidas al sistema de concesión (que representan el 28% del área).

El gobierno también propone la creación de un fondo social para administrar los recursos que se generen en «pre-sal». El fondo, que dirigirá un consejo compuesto por representantes

del sector privado y público, se usará para reducir la pobreza y para invertir en educación e I+D. Tomando como ejemplo a Noruega, los recursos del fondo se administrarán independientemente de los recursos presupuestarios.

Otra propuesta es la creación de una empresa pública (Petrosal) para supervisar los acuerdos de producción compartida entre el gobierno y las empresas petroleras. Se trataría de una empresa de propiedad íntegramente estatal (no como Petrobras), con representación en cada comité operativo de todos los consorcios con derecho a veto sobre las decisiones relativas a desarrollos.

La última propuesta principal es incrementar el capital de Petrobras, con el objetivo de aumentar la participación gubernamental en la empresa (actualmente en torno al 32% de las acciones de la empresa) y ayudarla a obtener los recursos financieros necesarios para ser el operador principal en «pre-sal» (Petrobras garantizará al menos una participación del 30% en los bloques restantes; ya cuenta con la mayor participación, si no con la mayoría de las concesiones concedidas hasta el momento en el área). La reacción inicial de los inversores fue negativa, pero ha habido un cambio en el estado de ánimo desde entonces y la empresa recobró las pérdidas del comienzo en la Bolsa de Valores de Sao Paulo.

El gobierno sacará pronto a la luz una política industrial específica para estimular la producción nacional de las entradas necesarias para la exploración de crudo. Asimismo, se espera que el gobierno saque medidas para garantizar que el país se convierta en un exportador de productos derivados del petróleo en lugar de petróleo.

El gobierno ha enviado el proyecto al Congreso que lo someterá a debate, ajustará y votará.

En general, el proyecto que ha presentado el gobierno pretende dejar en el país una porción importante de los recursos que se generen en la región de «pre-sal». Pese a que una participación mayor del sector público podría dar como resultado una entrada menor de capital extranjero, las inversiones provenientes de otros países serán bien recibidas a la par que necesarias para el desarrollo de los yacimientos, ya que el país no dispone de recursos financieros ni de tecnología para explorar los yacimientos de petróleo en «pre-sal».

El éxito del nuevo modelo dependerá de la capacidad del gobierno para evitar que su apetito provoque una participación de capital extranjero insuficiente y también de su capacidad de aislar los fondos sociales como a Petrosal de grupos de interés.

5. Estadísticas y proyecciones

Contexto Internacional

Materias primas (fin de período)							
	2008	2009	2010		2008	2009	2010
Brent (USD/barril)	45,6	60,6	68,3	Soja (USD/t.)	343	368	339
Cobre (USD/t)	3070	5732	3969	Maíz (USD/t.)	144	130	136
				Trigo(USD/t.)	216	168	160

PIB Real (%)				Inflación (% , fin de año)*				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	2,1	0,4	-2,5	1,5	2,9	3,8	-0,7	1,1
UEM	2,7	0,6	-3,8	0,2	2,1	3,3	0,3	0,8
Japón	2,3	-0,7	-5,3	1,1	0,5	1,0	-1,5	-0,3
China	13,0	9,0	8,3	9,3	4,8	5,9	-1,1	1,2
América Latina								
Argentina	8,7	5,7	-2,5	2,6	8,5	7,2	7,5	10,0
Brasil	5,7	5,1	0,0	4,7	4,5	5,9	4,2	4,6
Chile	4,7	3,2	-1,2	4,1	7,8	7,1	-0,7	2,5
Colombia	7,5	2,4	0,1	2,4	5,7	7,7	2,4	3,8
México	3,3	1,4	-7,2	3,1	3,8	6,5	4,0	5,2
Perú	8,9	9,8	1,1	4,3	3,9	6,7	0,6	2,1
Venezuela	8,4	4,9	-2,1	-0,5	18,7	31,3	29,3	35,1
LATAM ¹	5,7	4,0	-2,6	3,5	5,8	8,1	5,6	7,1
LATAM Ex-México	6,7	4,9	-0,6	3,6	6,7	8,6	6,0	7,7

* Inflación EE.UU. y UEM: Promedio del período

¹ Media de los 7 países mencionados.

Saldo Sector Público (% del PIB)				Saldo Cuenta Corriente (% del PIB)				
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EE.UU.	-1,2	-3,2	-9,9	-9,5	-5,2	-4,9	-2,6	-2,0
UEM	-0,6	-2,0	-6,6	-7,2	0,1	-1,1	-0,8	-0,3
Japón	-0,4	-0,5	-0,9	-1,0	-4,9	3,2	2,1	2,1
China	0,7	-0,4	-3,8	-4,4	11,0	9,8	5,3	4,7
América Latina								
Argentina ²	1,1	1,4	-2,0	-0,4	2,9	2,2	2,8	2,5
Brasil	-2,8	-2,0	-3,5	-2,6	0,1	-1,8	-1,0	-2,2
Chile ²	9,9	4,9	-3,9	-1,9	4,4	-2,0	2,7	1,9
Colombia	-2,7	-2,3	-4,2	-4,5	-2,8	-2,8	-2,4	-1,6
México	-1,1	-2,1	-3,0	-3,7	-0,8	-1,4	-1,0	-1,5
Perú	3,1	2,1	-1,8	-1,1	1,1	-3,3	-1,3	-2,0
Venezuela ²	4,5	-0,2	-4,6	-6,3	9,0	13,1	1,4	2,5
LATAM ¹	-0,6	-1,1	-3,3	-3,0	0,8	-0,4	-0,4	-1,0
LATAM Ex-México	-0,1	-0,5	-3,4	-2,7	1,4	-0,1	-0,1	-0,6

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.					4,30	0,50	0,10	0,10
UEM (\$/€)	1,5	1,3	1,4	1,3	4,00	2,50	1,00	1,00
Japón (yenes/\$)	113,0	96,1	98,0	100,9				
China (cny/\$)	7,6	7,0	6,8	6,8	7,47	5,31	5,31	6,12
América Latina								
Argentina	3,1	3,4	3,9	4,3	13,52	19,08	13,50	14,03
Brasil	1,8	2,3	1,70	1,62	11,25	13,75	8,75	10,25
Chile	499	649	560	564	6,00	8,25	0,50	3,00
Colombia	2015	2244	2020	2070	9,50	9,50	3,50	4,25
México	10,9	13,0	13,2	12,7	7,50	8,25	4,50	4,50
Perú	2,98	3,11	2,90	2,95	5,00	6,50	1,25	2,00
Venezuela	2,2	2,2	2,2	2,2	11,40	16,20	15,20	13,80

Argentina

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	8,7	5,7	-2,5	2,6
Inflación IPC (% , fin de año)	8,5	7,2	7,5	10,0
Balanza comercial (m.M. \$)	11,1	12,6	16,6	16,4
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,4	7,1	9,6	9,3
% PIB	2,9	2,2	2,8	2,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	46,2	46,4	48,4	56,9
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	3,14	3,42	3,85	4,30
Saldo sector público (% PIB) ¹	1,1	1,4	-2,0	-0,4
Tasa de interés (fin de año) ²	13,52	19,08	13,50	14,03

¹ Argentina: Gobierno Central y excluye ingresos por privatizaciones

² Argentina: Depósitos a 30 días en pesos; Brasil: SELIC

Brasil

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	5,7	5,1	0,0	4,7
Inflación IPC (% , fin de año)	4,5	5,9	4,2	4,6
Balanza comercial (m.M. \$)	71,2	4,8	26,0	10,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,5	-28,2	-16,0	-45,0
% PIB	0,1	-1,8	-1,0	-2,2
Reservas (m.M. \$, fin de año)	180,3	193,8	245,0	280,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	1,78	2,31	1,70	1,62
Saldo sector público (% PIB) ¹	-2,8	-2,0	-3,5	-2,6
Tasa de interés (fin de año) ²	11,25	13,75	8,75	10,25

Chile

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	4,7	3,2	-1,2	4,1
Inflación IPC (% , fin de año)	7,8	7,1	-0,7	2,5
Balanza comercial (m.M. \$)	23,6	8,8	10,1	10,8
Cuenta corriente (m.M. \$)	7,2	-3,4	4,3	3,2
% PIB	4,4	-2,0	2,7	1,9
Reservas (m.M. \$, fin de año)	16,9	23,2	26,5	26,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	500	649	560	564
Saldo sector público (% PIB) ¹	9,9	4,9	-3,9	-1,9
Tasa de interés (fin de año) ²	6,00	8,25	0,50	3,00

¹ Chile, Colombia: Gobierno Central

² Chile: Tasa de Instancia Monetaria (nominal desde agosto de 2001)

Colombia

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	7,5	2,4	0,1	2,4
Inflación IPC (% , fin de año)	5,7	7,7	2,4	3,8
Balanza comercial (m.M. \$)	-0,7	0,8	0,4	-0,3
Cuenta corriente (m.M. \$)	-5,8	-6,9	-5,5	-4,1
% PIB	-2,8	-2,8	-2,4	-1,6
Reservas (m.M. \$, fin de año)	21,0	24,0	26,0	27,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2015	2244	2020	2070
Saldo sector público (% PIB) ¹	-2,7	-2,3	-4,2	-4,5
Tasa de interés (fin de año) ²	9,50	9,50	3,50	4,25

México

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	3,3	1,4	-7,2	3,1
Inflación IPC (% , fin de año)	3,8	6,5	4,0	5,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-10,1	-17,3	-8,4	-14,6
Cuenta corriente (m.M. \$)	-2,1	-4,0	-2,3	-3,8
% PIB	-0,8	-1,4	-1,0	-1,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	78,0	85,4	—	—
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	10,9	13,0	13,2	12,7
Saldo sector público (% PIB)	-1,1	-2,1	-3,0	-3,7
Tasa de interés (fin de año) ²	7,50	8,25	4,50	4,50

² México: Cetes a 28 días; Perú: Tasa interbancaria en soles

Perú

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	8,9	9,8	1,1	4,3
Inflación IPC (% , fin de año)	3,9	6,7	0,6	2,1
Balanza comercial (m.M. \$)	8,3	3,1	3,9	3,0
Cuenta corriente (m.M. \$)	1,2	-4,2	-1,7	-2,8
% PIB	1,1	-3,3	-1,3	-2,0
Reservas (m.M. \$, fin de año)	27,7	31,2	0,0	0,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,98	3,11	2,90	2,95
Saldo sector público (% PIB)	3,1	2,1	-1,8	-1,1
Tasa de interés (fin de año) ²	5,00	6,50	1,25	2,00

Uruguay

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	7,6	8,9	1,1	4,5
Inflación IPC (% , fin de año)	8,5	9,2	6,0	6,2
Balanza comercial (m.M. \$)	-1,1	-3,0	-1,8	-1,9
Cuenta corriente (m.M. \$)	-0,1	-1,1	-0,2	-0,2
% PIB	-0,3	-3,4	-0,4	-0,5
Reservas (m.M. \$, fin de año) ³	1,7	1,9	3,0	3,0
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	21,6	24,1	20,5	21,0
Saldo sector público (% PIB) ¹	0,0	-1,3	-2,5	-2,3
Tasa de interés (fin de año) ²	7,25	7,75	8,00	8,00

¹ Venezuela: Gobierno Central; Uruguay: Resultado Global del Sector Público, incluye empresas públicas, intendencias y BPS

² Uruguay: Tasa de Política Monetaria BCU; Venezuela: Depósitos a 90 días

³ Venezuela: incluye FIEM; Uruguay: Activos de Reserva sin contrapartida de los sectores público y financiero

Venezuela

	2007	2008	2009p	2010p
PIB (%)	8,4	4,9	-2,1	-0,5
Inflación IPC (% , fin de año)	18,7	31,3	29,3	35,1
Balanza comercial (m.M. \$)	23,7	45,4	14,4	19,1
Cuenta corriente (m.M. \$)	20,0	39,2	5,2	11,7
% PIB	9,0	13,1	1,4	2,5
Reservas (m.M. \$, fin de año)	34,3	43,1	29,7	29,7
Tipo de cambio (fin de año vs US\$)	2,2	2,2	2,2	2,2
Saldo sector público (% PIB) ¹	4,5	-0,2	-4,6	-6,3
Tasa de interés (fin de año) ²	11,40	16,20	15,20	13,80

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

Sudamérica: Joaquín Vial - jvial@bbvaprovida.cl

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

Chile: Alejandro Puente - apuente@bbva.cl

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

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

Venezuela: Oswaldo López - oswaldo_lopez@provincial.com

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.