

Situación Brasil

Primer trimestre de 2015

Unidad de Economías Emergentes

- Brasil tiene un año de crecimiento bajo e inflación elevada por delante. Así como en 2014, el crecimiento del PIB estará cerca de cero y la inflación alrededor del techo del rango objetivo de 6,5% en 2015.
- El ajuste de la política económica y la depreciación del tipo de cambio son condiciones necesarias para que el país vuelva a crecer. Sin embargo, tendrán un efecto negativo en el corto plazo, junto con el impacto de la caída de los términos de intercambio, la crisis en Petrobras y la escasez de agua y electricidad.

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: divergencias crecientes entre las principales áreas económicas	4
3 Brasil: ajustando la política económica	6
4 2015: otro año más de crecimiento bajo e inflación elevada	10
5 Continúan las turbulencias en los mercados financieros domésticos	15
6 Tabla de previsiones	17

Fecha de cierre: 25 de febrero de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial seguirá aumentando en 2015 y 2016, aunque lentamente y de forma muy heterogénea. En particular, anticipamos un crecimiento global que pasaría del 3,3% en 2014 al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016. Las economías desarrolladas, de la mano de EE.UU, aumentarán su contribución al dinamismo mundial, mientras China continuará desacelerándose de forma controlada.

El ajuste de la política económica ya está en marcha. Los anuncios recientes revelan que el ajuste estará centrado en la política fiscal y casi-fiscal, pero también incluirá cambios en la política monetaria. El giro hacia una política económica más pragmática, más transparente y más ortodoxa es fundamental para frenar el empeoramiento de las cuentas externas, el deterioro fiscal y el aumento de la inflación. Si se implementa correctamente, debería permitir que el país vuelva a crecer en línea con su potencial, alrededor de 2,5%. Asimismo, a pesar de las señales positivas recientes, sigue existiendo el riesgo de que el ajuste no tenga suficiente apoyo político.

El aumento de impuestos y el recorte de gastos revertirán gradualmente el muy fuerte deterioro de las cuentas públicas registrado en 2014. El uso de la política fiscal para apoyar la actividad económica ha provocado un fuerte empeoramiento de las cuentas públicas en 2014. Así, el ajuste necesario para que el país cumpla los recién anunciados objetivos de superávit primario para los próximos tres años será mayor. Asimismo, en los próximos meses el gobierno deberá seguir anunciado aumentos de impuestos y recortes de gastos para lograr alcanzar sus objetivos fiscales y revertir la tendencia alcista de la deuda pública.

El BCB adopta un tono más restrictivo para intentar anclar las expectativas de inflación. El nuevo ciclo de endurecimiento monetario ha empezado antes y acabará con unos tipos de interés más elevados de lo que se esperaba. Los tipos SELIC cerraron 2014 en 11,75% y deben próximamente alcanzar el nivel de al menos 12,50%. Tras estas subidas en el primer semestre del año, el BCB solo podrá reducir el SELIC cuando la inflación se modere de manera más clara, algo que estimamos que ocurra a mediados de 2016.

El PIB permanecerá estancado en 2015. Esperamos un crecimiento de tan solo 0,6% este año debido a una nueva contracción de los términos de intercambio, el ajuste en marcha de la política económica, al impacto de la crisis en Petrobras y el efecto de la escasez de agua y electricidad. Asimismo, un impacto más fuerte de lo estimado de cualquiera de estos factores podría empujar la economía a una recesión.

El aumento de los precios administrados mantendrá la inflación bajo presión. Tras cerrar 2014 en 6,4%, la inflación debe mantenerse en el intervalo de 6,5% y 7,5% a lo largo del año. Lo que explica la aparente paradoja de que la inflación siga muy presionada a la vez que la demanda interna se modera es que el principal determinante del alza reciente de precios es la inflación de los precios administrados, consecuencia directa del poco espacio fiscal para continuar manteniéndolos en niveles artificialmente bajos.

El entorno macroeconómico mejorará en 2016. El impacto contractivo del ajuste de la política económica y de los *shocks* que actualmente frenan la actividad tienden a concentrarse en 2015 y a moderarse en 2016. Por otro lado, el efecto del ajuste de la política económica sobre la confianza y de la depreciación cambiaria sobre las exportaciones será mayor en 2016. Así, esperamos que el crecimiento del PIB suba hasta el 1,8% en 2016. Además, la inflación se moderará ya que gran parte de las correcciones en los precios administrados y en el tipo de cambio ya habrán sido realizadas.

Persiste la turbulencia en los mercados financieros y cambiarios. El real se depreció 13% en los últimos 3 meses y 28% desde agosto de 2014. Esta depreciación es fruto de la necesidad de recuperar la competitividad perdida, del mayor déficit en cuenta corriente, de la caída de los términos de intercambio, de la mayor percepción de riesgo y de la apreciación del dólar en los mercados globales. Esperamos que el tipo de cambio cierre 2015 y 2016, respectivamente, alrededor de 2,93 y de 3,03.

2 Entorno global: divergencias crecientes entre las principales áreas económicas

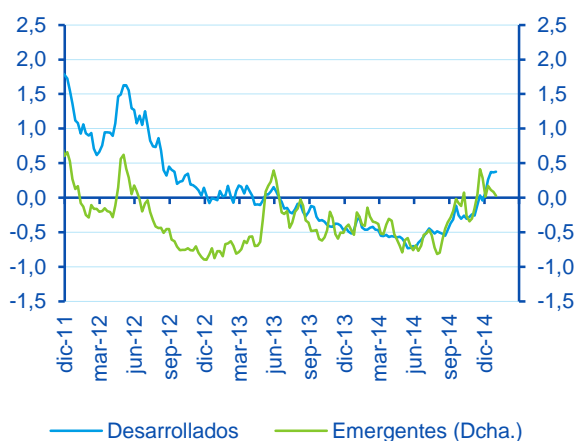
El crecimiento mundial aumentaría al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016

La economía mundial creció en el cuarto trimestre de 2014 a un ritmo similar al tercero, cercano al 0,8% trimestral. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. Así, estimamos que el PIB mundial habría crecido 3,3% en 2014, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aportación respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Por otro lado, la corrección del precio del petróleo también acentúa el riesgo de un escenario de inflación demasiado baja en algunas regiones desarrolladas, por lo menos hasta finales de 2015.

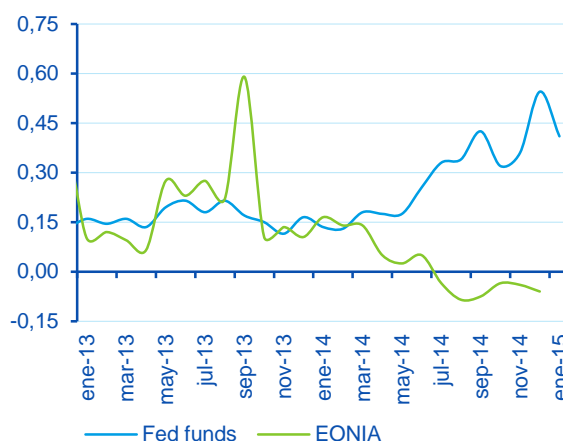
El repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras (gráfico 2.1), es otro de los elementos destacados del trimestre, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores: (i) las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes; y (ii) la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tipos de interés de la Fed.

Gráfico 2.1
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.2
Expectativas de política monetaria: tipos de interés forward a 12 meses vista, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados si atendemos a la posición de la Fed y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro (gráfico 2.2).

De este modo, la mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio, pero también habrá una diferenciación relevante entre áreas dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias en el bloque desarrollado, los dos eventos que marcan a priori las perspectivas del escenario económico global.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la Fed, una estrategia de retirada de estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

Estados Unidos consolida la recuperación y la Fed se prepara para subir los tipos de interés.

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014, basado en la fortaleza de la demanda doméstica. Y también la caída del precio del petróleo. Hacia delante, el crecimiento podría repuntar hasta el 2,9% en 2015 lo que, junto con una baja inflación acentúa el dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria. En este contexto, nuestra previsión de la primera subida de los tipos de interés por parte de la Fed se mantiene para el tercer trimestre.

Continúa la controlada desaceleración de la actividad en China

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado, con un crecimiento estimado de 7,2% en el cuarto trimestre, el ritmo de avance más contenido desde 2009, por la pérdida de pulso de la inversión en capital fijo, el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan y el ajuste del sector inmobiliario.

Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para acompasar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Es importante recordar que las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa.

Por último, continúan las presiones a la baja sobre la inflación en Europa

La eurozona es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado. En particular, se anticipa un crecimiento del 0,8% en 2014, que aumentaría al 1,3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. Entre los principales focos de riesgo bajista está un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída.

3 Brasil: ajustando la política económica

El objetivo del ajuste ortodoxo y generalizado de la política económica es reducir distorsiones y recuperar la credibilidad perdida

Tras las elecciones del día 26 de octubre de 2014 e incluso antes del inicio oficial del segundo gobierno, la presidenta Dilma Rousseff ha iniciado un proceso de ajuste de la política económica brasileña. De una manera general se trata de adoptar una política más ortodoxa, más pragmática y menos interventora.

El aumento de las distorsiones generadas por la política económica anterior y la pérdida de credibilidad observada en los últimos años, además del pobre desempeño macroeconómico, han motivado -incluso forzado- el cambio de la política económica.

Asimismo, el ajuste en marcha está personificado en Joaquim Levy, el nuevo ministro de economía, de perfil técnico y ortodoxo. Las medidas anunciadas hasta el momento revelan que el ajuste estará centrado en la política fiscal y casi fiscal. Sin embargo, incluirá también cambios en la gestión de la política monetaria, que sigue bajo la coordinación del presidente del BCB Alexandre Tombini.

El giro hacia una política económica más pragmática es fundamental para frenar el empeoramiento de las cuentas externas, el deterioro de la situación fiscal y el aumento de la inflación. Creemos que si bien implementado, el ajuste podría permitir que el país pueda volver a crecer en línea con su potencial, alrededor de 2,5%, en los próximos años. Un crecimiento más robusto requiere una serie de reformas económicas que no vemos probables en el actual entorno político y económico.

En todo caso, a pesar del impacto positivo en el medio y largo plazo, este giro tendrá un impacto negativo sobre la actividad económica en el corto plazo ya que implicará la adopción de una política económica más restrictiva este año.

Así, por los errores y distorsiones acumulados en los últimos años, el país se ve forzado a adoptar una política económica restrictiva en un momento en que la actividad interna está siendo golpeada por una serie de *shocks* negativos importantes (más sobre este tema abajo). El tono de la política económica contrastará este año, por ejemplo, con el de otros países de la región. Países que, como Brasil, se ven negativamente impactados por la caída en el precio de las materias primas, pero en los cuales se está poniendo en marcha una política económica contra-cíclica.

Finalmente, aunque el necesario ajuste de la política económica se esté implementando, en línea con nuestras expectativas e incluso sorprendiendo positivamente a parte importante de los analistas, sigue existiendo el riesgo de que se le quite apoyo político a la medida que su impacto sobre la actividad se vaya materializando a lo largo del año.

Política fiscal: aumento de impuestos y recorte de gastos para revertir gradualmente el fuerte deterioro observado en 2014

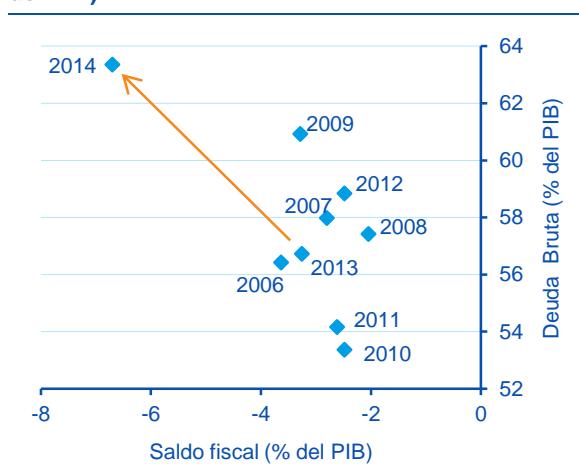
El sector público registró un déficit primario de 0,6% del PIB en 2014. El resultado quedó muy por debajo del de años anteriores (superávit de 1,9% en 2014 y cerca de 3% en los diez años anteriores) y también del objetivo de superávit primario de 1,9% inicialmente establecido por el gobierno para el año y luego oficialmente abandonado. Además, el dato sorprendió a los analistas que tras conocer los datos hasta noviembre esperaban en general un resultado próximo a 0% o ligeramente negativo.

El deterioro registrado en 2014 fue una consecuencia de una reducción de los ingresos públicos y principalmente de un aumento de los gastos (los datos disponibles para el gobierno general muestran caída de 4% de los ingresos y aumento de 6% de los gastos, en términos reales). En un entorno marcado por la

moderación de la recaudación tributaria, el intento de apoyar la actividad económica -en un año electoral- a través aumento de los gastos y de los incentivos fiscales ha provocado un fuerte empeoramiento de las cuentas públicas.

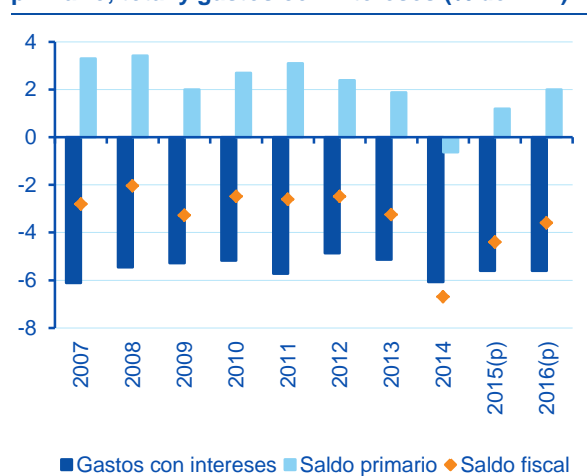
La fuerte reducción del superávit primario contribuyó a un deterioro del déficit nominal hasta el 6,7% del PIB, consecuencia además del repunte en los gastos con el pago de intereses (6.1% del PIB), y para que la deuda bruta del gobierno general alcanzase el 63,7% del PIB al cierre de 2014, un aumento de casi 7 puntos porcentuales en comparación con el año anterior (gráfico 3.1).

Gráfico 3.1
Cuentas fiscales: deuda bruta y saldo fiscal (% del PIB)*



* Deuda bruta del gobierno general, metodología utilizada a partir de 2008. Saldo fiscal total (saldo primario + pago de intereses) del sector público consolidado.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.2
Saldo fiscal del sector público: resultado primario, total y gastos con intereses (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Así, las cuentas del sector público revelan que la política fiscal ha sido más expansiva de lo imaginado en 2014. Entre otras consecuencias, esto significa que el ajuste necesario para que el país cumpla los objetivos de superávit primario anunciados en diciembre y necesarios para estabilizar el ratio deuda pública sobre PIB, de 1,2% del PIB en 2015 y 2,0% en 2016 y 2017, será mayor. En concreto, el esfuerzo fiscal para alcanzar el objetivo de superávit primario este año es de 1,8% del PIB (aumento del resultado primario desde el -0.6% en 2014 hasta el 1,2% este año).

En las primeras semanas del año, el gobierno anunció medidas concretas para permitir el aumento del superávit fiscal a través de aumento de impuestos y también de recorte de gastos. Ejemplos de lo primero son la reintroducción del impuesto CIDE sobre los combustibles, el incremento de la alícuota del impuesto financiero sobre préstamos a las familias y la normalización del impuesto IPI sobre manufacturados. Con respecto a los recortes, el gobierno ya anunció su intención de reducir los gastos relacionados a algunos beneficios sociales, como el seguro de desempleo y la pensión por viudez. Además el gobierno impuso un techo a los gastos fiscales hasta que el presupuesto definitivo para el año sea aprobado. Finalmente, redujo los subsidios al sector eléctrico y a los préstamos de los bancos públicos. Este conjunto de medidas debe tener un impacto de aproximadamente 1% del PIB este año (0,4% por el ajuste en los ingresos y 0,6% en los gastos).

Por tanto, para que se logre alcanzar el 1,8% del PIB necesario para que se cumpla el objetivo de superávit primario de 1,2% todavía hacen falta más medidas. Además de una posible contribución de los gobiernos regionales al esfuerzo fiscal (alrededor de 0,2%), esperamos que el gobierno anuncie más aumentos de impuestos y más reducciones en los gastos públicos en los próximos meses.

Nuestro escenario base para la economía brasileña incorpora el cumplimiento de la meta fiscal en este año, así como en los próximos. Tomando esto en cuenta, estimamos que el déficit total del sector público se reduciría hasta el 4,4% del PIB en 2015 y el 3,6% en 2016 (gráfico 3.2). Estos resultados no impedirían un pequeño aumento de la deuda pública en el corto plazo, pero deberían permitir que se estabilizara a partir de 2016. La materialización de este escenario debe impedir que las agencias de riesgo le retiren el grado de inversión a Brasil.

Asimismo, el ajuste en marcha de la política fiscal tendrá impactos más allá de la reducción de la renta disponible de las familias y empresas a través del aumento de impuestos y reducción de las transferencias al sector privado. El aumento en curso de los tipos de interés cobrados por los bancos públicos y la consecuente reducción de los subsidios implícitos en los préstamos concedidos por estas instituciones financieras determinará una desaceleración adicional de los mercados de crédito. Además, la reducción de los subsidios al sector energético y a otros segmentos, implicará en un fuerte aumento de los precios administrados (véase más detalles en la sección 4).

En todo caso, hay que destacar otra vez más el riesgo de que los objetivos fiscales no se satisfagan por falta de apoyo político, en un entorno marcado por la debilidad de la actividad económica, las dificultades que el gobierno está afrontando para negociar con el congreso y la pérdida de apoyo de la población (la tasa de aprobación de Dilma Rousseff cayó desde 42% en diciembre de 2014 hasta el 23% en enero, de acuerdo con una encuesta realizada por Datafolha).

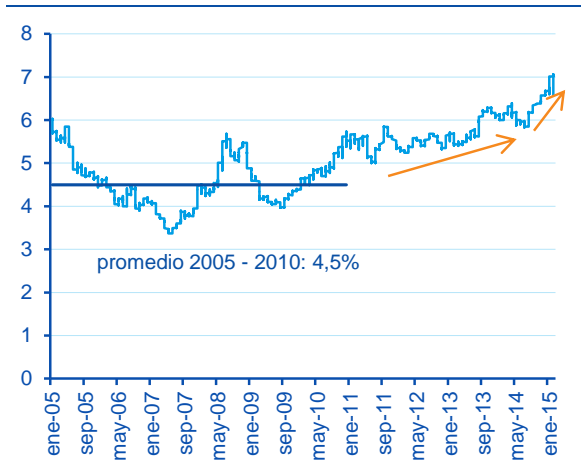
Política monetaria: un tono más restrictivo para intentar anclar las expectativas de inflación

Pocos días después de las elecciones que confirmaron la reelección de la presidenta Dilma Rousseff en octubre de 2014, el Banco Central de Brasil (BCB) sorprendió al retomar el proceso de ajuste alcista de los tipos de interés después de mantenerlos al 11% durante seis meses. Así, la tasa SELIC cerró 2014 en 11,75% y tras las subidas anunciadas al inicio del año se encuentra en 12,25% actualmente.

Esperamos un aumento final de la tasa SELIC de 25p.b. hasta el 12,50% al inicio de marzo. En nuestra opinión la autoridad monetaria va a esperar a ver el impacto rezagado sobre los precios de la subida de 525 p.b. en la tasa SELIC en los últimos años y del ajuste fiscal en marcha. El miedo a empujar la economía a una recesión más fuerte contribuye a la visión de que el fin del ciclo acabará en marzo.

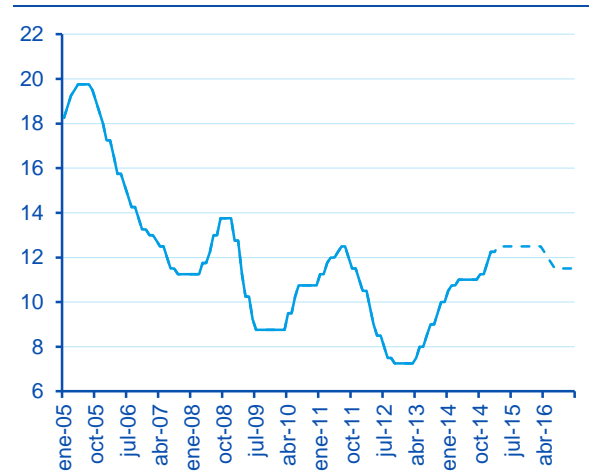
Sin embargo, no hay que descartar que el BCB decida subir la SELIC más allá de 12,50% y así intentar de manera más contundente anclar las expectativas (gráfico 3.3) y hacer que la inflación converja al 4,5% por la primera vez desde 2009 en 2016, el objetivo que ha explicitado recientemente en sus comunicados y que todavía parece lejano. El repunte de la inflación en el corto plazo también respalda esta posibilidad de un ajuste monetario más significativo (véase apartado sobre inflación abajo).

Gráfico 3.3
Expectativa de inflación a 12 meses, según analistas consultados por el BCB (%a/a)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.4
Tipos de interés SELIC (%)



Fuente: BCB y BBVA Research.

En cualquier caso, el endurecimiento monetario no solo habrá comenzado antes, sino que también habrá sido más fuerte de lo previsto hace algunos meses. Así, el ajuste de la política económica en marcha incluye tanto la reversión del tono expansivo de la política fiscal cuanto el endurecimiento del tono de la política monetaria. Cabe destacar la mayor coordinación entre las políticas fiscal y monetaria que existe en estos momentos, en comparación con lo que ocurrió el año pasado -y en otros momentos en los últimos años- cuando una política fiscal acomodaticia reducía el impacto de las acciones monetarias restrictivas.

Nuestros modelos sugieren que el tono de la política monetaria en EE.UU. tiene un impacto significativo sobre la política monetaria interna. Así, esperamos que el proceso de normalización de la política monetaria por la Fed añada al desafío que el BCB tiene de mantener las expectativas bajo control y hacer que la inflación converja al 4,5% en 2016 y dificulte cualquier recorte de los tipos de interés en el corto plazo. Así, esperamos que tras los aumentos anunciados al inicio de este año, la tasa SELIC permanezca estable por algún tiempo.

En nuestra opinión, el BCB solo podrá reducir los tipos de interés cuando las presiones sobre la inflación pierdan fuerza de manera más clara, algo que estimamos que ocurra a mediados de 2016 (gráfico 3.4 y tabla de previsiones al final de este informe).

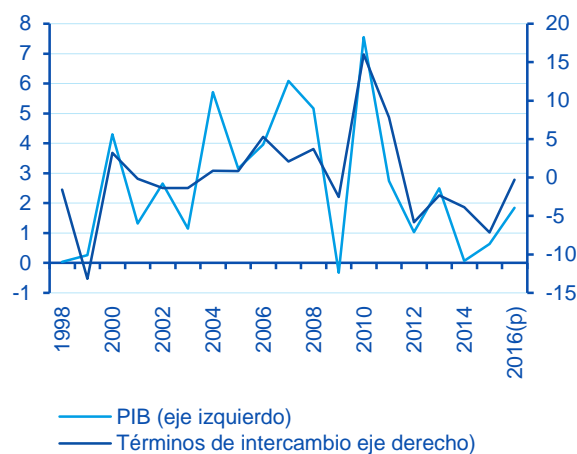
4 2015: otro año más de crecimiento bajo e inflación elevada

El PIB permanecerá estancado en 2015. Además de un entorno global poco favorable y del ajuste de la política económica, la actividad se verá impactada por las crisis en Petrobras y la escasez de agua y electricidad.

Desde 2009, cuando el PIB cayó 0,3% tras el impacto de la crisis global, la actividad económica no mostraba tanta debilidad como en el año pasado. Nuestra previsión para el crecimiento del PIB de 2014 es de 0,1%. Esta previsión incorpora un pequeño repunte de la actividad en el cuarto trimestre (0,3% t/t), algo por encima de lo observado en el tercer trimestre (0,1% t/t). Sin embargo, los datos de actividad más recientes muestran una debilidad de la actividad mayor de la prevista en el último trimestre del año, lo que revela que no se puede descartar que el PIB haya crecido menos –e incluso que se haya contraído– tanto en el último trimestre del año cuanto en 2014. En todo caso, el dato de crecimiento del PIB de 2014 no será aún más bajo por causa de un efecto estadístico (*carry-over*) favorable, en concreto de 0,6 p.p.¹

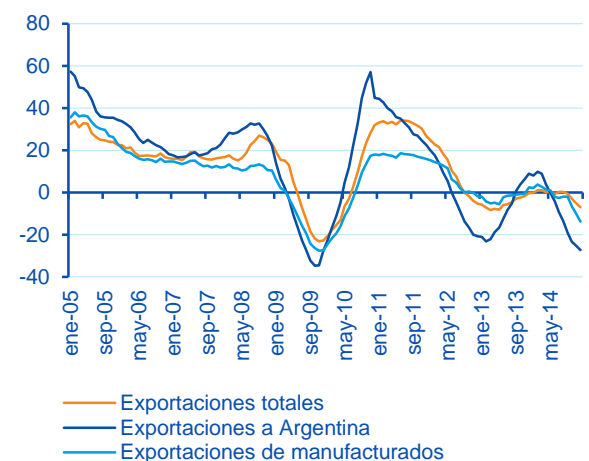
En nuestra opinión, la debilidad de la economía en 2014 está relacionada con factores externos, como la retracción de los términos de intercambio, la moderación de la actividad en socios comerciales importantes (China y Argentina) y las turbulencias relacionadas con la normalización de la política monetaria en EE.UU., y a factores internos. Con respecto a estos últimos, hay factores más cíclicos, tales como la incertidumbre relacionada a la política económica, el fuerte deterioro de la confianza y el aumento de los tipos de interés a lo largo del año, y otros más estructurales, tal como la falta de competitividad del país.

Gráfico 4.1
PIB y términos de intercambio (var. % anual)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.2
Exportaciones (% a/a de las exportaciones acumuladas en 12 meses)



Fuente: MDIC y BBVA Research.

El entorno para el crecimiento económico no será mejor en 2015 de lo que fue en 2014. De una manera general, los principales factores detrás del estancamiento de la actividad el año pasado citados previamente

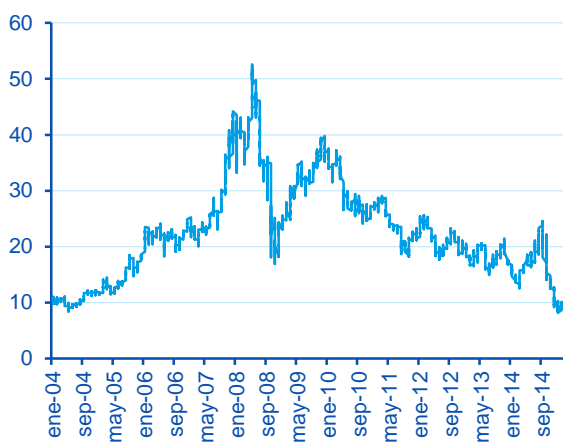
¹ El efecto estadístico *carry-over* mide cuanto un país crecería en un determinado año si el crecimiento trimestral fuera de 0,0% t/t en los cuatro trimestres del año. Su magnitud está determinada por el perfil de crecimiento trimestral en año anterior.

seguirán jugando un papel negativo este año. Además, hay nuevos factores idiosincráticos que contribuirán a que la actividad siga –en el mejor de los casos- estancada.

Así, en concreto, nuestro escenario para 2015 incorpora el impacto negativo de las siguientes variables : i) una nueva contracción de los términos de intercambio (gráfico 4.1); ii) otro año de debilidad en la demanda de socios comerciales importantes (grafico 4.2); iii) el proceso de subida de los tipos de interés por la Fed; iv) el ajuste en marcha de la política económica, especialmente en los primeros trimestres del año; v) el escándalo de corrupción involucrando Petrobras y muchas de las mayores constructoras del país; vi) la escasez de agua y la crisis energética.

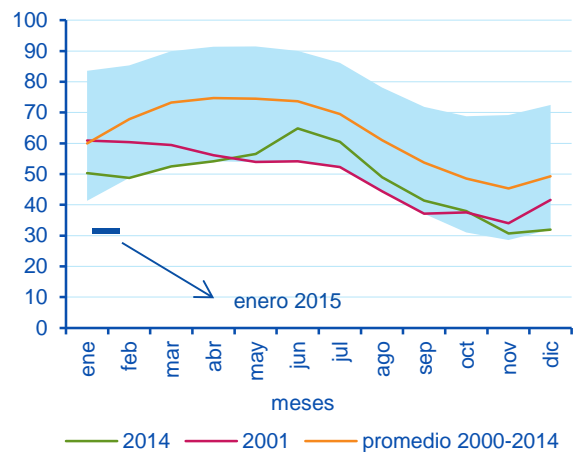
Con respecto a Petrobras, los problemas generados por las sospechas de pago de propinas de las mayores constructoras del país a la empresa productora de petróleo se añaden a los de gestión de la empresa y a la fuerte caída del precio del crudo, creando un entorno muy desfavorable para la petrolera, especialmente considerando la reciente retirada de su grado de inversión por Moody’s (gráfico 4.3). En nuestro escenario macroeconómico para el país, incorporamos básicamente el impacto de la crisis en Petrobras sobre la inversión en capital fijo del país y la producción de petróleo en el medio y largo plazos. Sobre el impacto de la inversión en capital fijo, cabe destacar que Petrobras es uno de los principales inversores del país y que las constructoras acusadas del pago de propinas son las que ejecutan una parte muy importante de las inversiones en infraestructura. Nuestro escenario base para el país no incorpora posibles impactos políticos del reciente escándalo, que podrían, por ejemplo, debilitar la posición del actual gobierno e impedir que apruebe las medidas necesarias para hacer el ajuste fiscal), ni incorpora un escenario, que consideramos poco probable, en que el gobierno, como accionista mayoritario, tenga que inyectar recursos en la empresa. Asimismo, el riesgo de que el impacto sobre la actividad económica sea mayor al estimado, sesga nuestras previsiones de crecimiento a la baja.

Gráfico 4.3
Valor de la acción de Petrobras en la Bolsa de Sao Paulo (R\$)



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4.4
Nivel de los embalses (% de la capacidad de almacenamiento)



Fuente: ONS y BBVA Research.

Otro de los factores idiosincráticos que impactará negativamente la actividad económica es la actual escasez de agua y, en consecuencia, de electricidad (un 75% de la energía en el país proviene de la energía hidroeléctrica). Los embalses del país se encuentran en niveles preocupantemente bajos (gráfico 4.4), en consecuencia de un régimen de lluvias desfavorable y del retraso en las inversiones para aumentar la capacidad generadora. El nivel de los embalses es hoy en día tan bajo como en 2001, cuando el país fue forzado a adoptar un racionamiento de electricidad, aunque actualmente exista una mayor integración de los

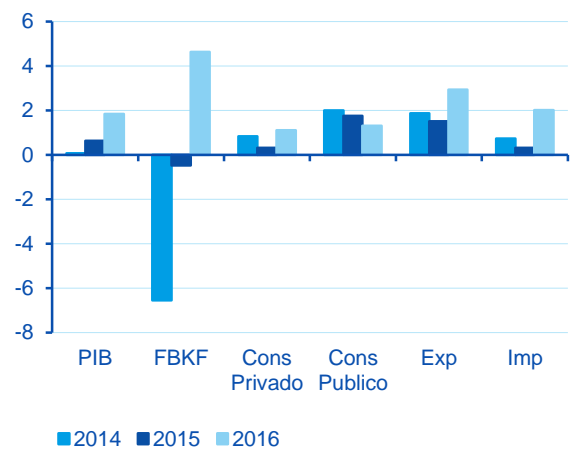
sistemas regionales (y por tanto mayor capacidad transferencia de energía de una región a otra) y mayor capacidad de generación de energía termoeléctrica (lo que hace que la oferta de energía sea algo menos dependiente de la energía hidroeléctrica). En este entorno, incorporamos en nuestro escenario macroeconómico para el país el impacto: i) de restricciones en el suministro de agua en la región Sudeste del país (donde están los estados de Sao Paulo y Rio de Janeiro, por ejemplo); ii) del aumento de más de 30% de la tarifa de electricidad; iii) de medidas de racionalización del consumo de electricidad, concentrada en los hogares y en el comercio. Sin embargo, aunque no lo incorporemos a nuestro escenario base, no se puede descartar que el país se vea forzado a adoptar un racionamiento de electricidad de carácter obligatorio y generalizado. Este es otro de los riesgos que afronta el país y que en caso de materializarse podría reducir nuestra previsión del PIB actual en cerca de 1 punto porcentual este año.

Entre los factores que apoyarán la actividad económica este año destacamos la gradual reducción de la incertidumbre y de la desconfianza en la economía en la medida en que se vaya consolidando el ajuste de la política económica (véase el informe Observatorio Económico “2003 y 2015: ajustes similares, tiempos diferentes” para una comparación del ajuste actual con el adoptado en 2003 en el primer año del gobierno del presidente Lula) y el impacto de la depreciación del cambio observada en los últimos tiempos sobre las exportaciones netas (estimamos que el tipo de cambio este año sea en promedio un 20% más depreciado que en 2014 y un 70% más depreciado que en 2011). Además, el consumo privado, que corresponde a cerca de dos tercios del PIB, contará con el respaldo del aumento de 2,5% del salario mínimo, que puede reforzar la típica inercia de este componente del PIB.

Tomando en cuenta todos estos factores, estimamos que el PIB crecerá tan sólo 0,6% este año, un desempeño similar al de 2014 (gráfico 4.1 y tabla de previsiones en la sección 6). En términos trimestrales, esperamos un crecimiento de cerca de 0,0% t/t en los dos primeros trimestres y una pequeña aceleración en la segunda mitad del año a la medida que el ajuste de la política económica logre reducir la incertidumbre y la depreciación del tipo de cambio promueva un aumento de las exportaciones netas.

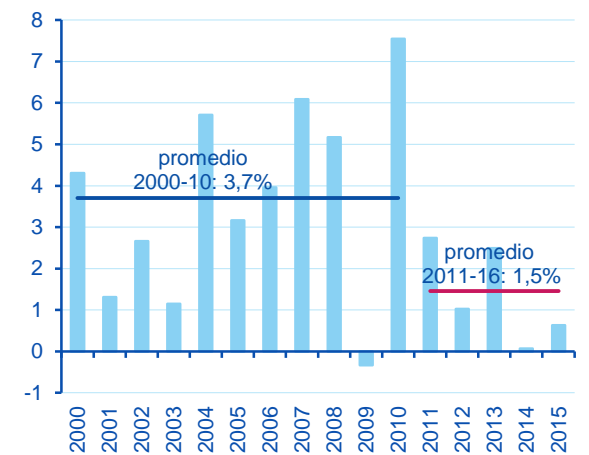
En todo caso, esta previsión de crecimiento de 0,6% en 2015 afronta una serie de riesgos a la baja. En lugar de permanecer prácticamente estancado el PIB del país podría contraerse de manera significativa este año, entre otros motivos, si el escándalo de Petrobras acaba teniendo un impacto mayor a lo esperado en la actividad, si el gobierno se ve obligado a decretar un racionamiento de electricidad, o en el caso de que se perciba que el ajuste en marcha de la política económica no tiene el suficiente apoyo político.

Gráfico 4.5
PIB y componentes (variación anual %)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.6
PIB y componentes (variación anual %)



Fuente: IBGE y BBVA Research.

El aumento de los precios administrados mantendrá la inflación bajo presión

A pesar de la persistente debilidad de la demanda interna, la inflación sigue en niveles elevados. Cerró 2014 en 6,4% a/a y en enero rompió el techo del rango objetivo, de 6,5%, al alcanzar 7,1% a/a (gráfico 4.7). El movimiento alcista debe continuar en el corto plazo. Prevemos que en febrero alcance 7,5% a/a, en nivel más elevado en prácticamente diez años, y que luego se modere sin rebasar 6,5%, valor en que debe cerrar este año de 2015 (gráfico 4.8).

Lo que explica la aparente paradoja de que la inflación siga muy presionada a la vez que la demanda interna se modera es que el principal determinante del alza reciente de precios es la inflación de los precios administrados, i.e. de los bienes y servicios regulados por el gobierno.

El fuerte repunte de la inflación de precios administrados es una consecuencia directa del poco espacio fiscal para continuar manteniéndolos en niveles artificialmente bajos. Esta situación ha quedado aún más patente en los últimos meses, en la medida que el nuevo ministro de economía Joaquim Levy empezaba a revertir el tono expansivo de la política fiscal y a defender un modelo de menos intervención del gobierno en la definición de los precios de los productos regulados.

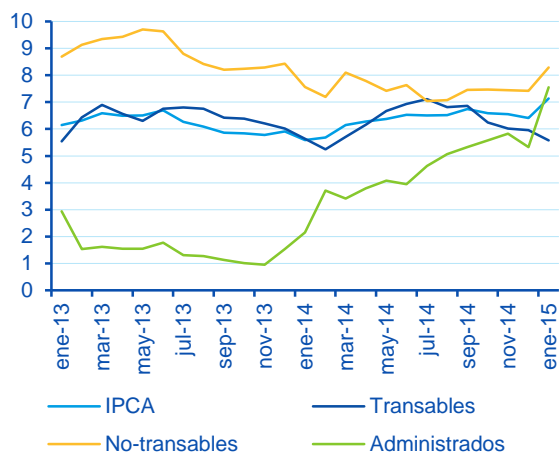
El ajuste de las tarifas de energía eléctrica, de aproximadamente 30% este año, es paradigmático. Muestra que el fuerte aumento de costes afrontados por el sector en un entorno marcado por una crisis hídrica se trasladará este año al consumidor final en lugar de al gobierno, contrastando con lo que ocurrió el año pasado y en especial con el recorte de precios de 17% determinado por el gobierno en 2013.

Asimismo, la inflación también estará alimentada en 2015, principalmente en los primeros meses del año, por el impacto de la subida de impuestos sobre los precios (véase la sección anterior sobre política fiscal para más detalles sobre este tema).

Así, tomando en cuenta todos estos elementos, prevemos que la inflación de precios administrados alcance 10% este año, muy por encima de lo observado en 2014 (5,5%) y especialmente en 2013 (1,5%). Por otro lado, esperamos que la inflación de precios libres siga moderándose gradualmente este año. En concreto, prevemos que alcance 5,5% al cierre de 2015, en comparación con 7,3% y 6,7% al cierre 2013 y 2014, respectivamente.

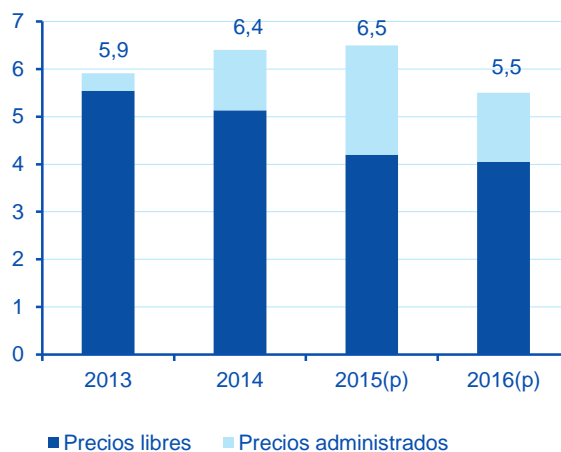
Cabe notar que el proceso de moderación de la inflación de precios libres, en línea con la moderación de la demanda interna, será muy gradual, entre otros motivos por el impacto de la depreciación del tipo de cambio sobre los precios internos, especialmente sobre los precios de los bienes transables.

Gráfico 4.7
Inflación y componentes (% a/a)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.8
Contribución de los precios libres y de los administrados a la inflación anual (p.p)



Fuente: IBGE y BBVA Research.

El entorno macroeconómico interno mejorará en 2016

En nuestra opinión el entorno macroeconómico no será tan negativo en 2016 como en 2015 o en 2014. El entorno internacional deberá ser más favorable ya que tras cuatro años de caídas significativas los términos de intercambio deben mantenerse relativamente estables en 2016 (gráfico 4.1) y el crecimiento de la economía global y de algunos socios comerciales importantes deberá ser mayor que en 2015 y que en el pasado reciente. Además, es probable que el impacto negativo sobre la actividad tanto de la crisis en Petrobras como de la escasez de agua y electricidad se concentre en 2015, aunque el impacto y la duración de estos problemas sea de difícil predicción (entre otros motivos, en el caso de Petrobras por las dudas sobre el impacto político y en el caso de la crisis energética debido a que el régimen de lluvias a lo largo de 2015 jugará un papel importante). Además, por un lado la consolidación fiscal debe continuar en 2016, pero su impacto sobre la actividad económica no debe ser tan fuerte como en 2015 y, por otro lado, la política monetaria debe ser menos contractiva que en 2015 (gráfico 3.4). Finalmente, el impacto positivo del proceso de recuperación de la credibilidad a través del ajuste de la política económica y de la depreciación del tipo de cambio sobre las exportaciones netas debe ser mayor en 2016.

Así, esperamos que el crecimiento del PIB sea de 1,8% en 2016, aún por debajo del potencial (alrededor de 2,5%) pero significativamente más elevado que en 2014 o 2015 (gráficos 4.5 y 4.6 y tabla de previsiones en la sección 6).

Con respecto a la inflación, también esperamos que 2016 sea un año más positivo que los anteriores ya que gran parte de las correcciones en los precios administrados y en el tipo de cambio ya habrán sido realizadas. Esperamos que en el próximo año la inflación de precios administrados se modere hasta el 6,3% y la de precio libres alcance el 5,3%, lo que implicaría una inflación de 5,5% al cierre del período. Por tanto, a pesar de la moderación esperada, estimamos que el BCB no cumplirá su objetivo de llevar la inflación hasta el 4,5% en 2016. Hacerlo requeriría subir los tipos de interés mucho más allá de los 12,50% previstos, algo que no esperamos se haga en el entorno actual.

5 Continúan las turbulencias en los mercados financieros domésticos

Todos los factores apuntan a un real más débil

A pesar de que tras las elecciones de octubre de 2014 se haya reducido la incertidumbre sobre el escenario político y sobre la política económica en los próximos años, persiste la volatilidad en los mercados financieros y continúan las correcciones a la baja en el precio de los activos brasileños. Estas pérdidas en los mercados financieros brasileños están relacionadas a las turbulencias generadas por el proceso de subida de tipos de interés por la Fed, a las correcciones en el precio de las materias primas y al deterioro del entorno económico y político del país. Con respecto a este último factor, vale la pena destacar el importante impacto que el escándalo de corrupción involucrando Petrobras –incluyendo la retirada del grado de inversión de la empresa por Moody's- ha estado teniendo sobre los activos financieros del país.

En los últimos tres meses la bolsa de Sao Paulo registró una caída de 7% y el diferencial soberano subió 31 p.b. acumulando pérdidas respectivas de 16% y 57 p.b. desde el final de agosto de 2014 (gráfico 5.1).

El real brasileño se depreció 13% en los últimos 3 meses y 28% desde agosto de 2014. En términos reales, el nivel actual es similar a los valores registrados el año 2006 (gráfico 5.2). De una manera general, esta depreciación está muy relacionada con el deterioro de la economía brasileña. En concreto, la depreciación de la divisa es consecuencia de la necesidad de recuperar la competitividad perdida, el aumento del déficit en cuenta corriente, la caída de los términos de intercambio y la mayor percepción de riesgo con respecto al país. A todos estos factores se suman las perspectivas de normalización de la política monetaria en EE.UU. y la apreciación del dólar en los mercados globales.

En el corto plazo, tanto las subidas de los tipos SELIC como el programa de oferta de swaps cambiarios del BCB darán cierto apoyo a la moneda brasileña. Sin embargo, creemos que el próximo fin del ciclo alcista del SELIC y la no renovación -o una nueva reducción del valor de las intervenciones- del programa de swaps a partir del segundo trimestre deberían añadir a las presiones depreciatorias citadas antes sobre el tipo de cambio.

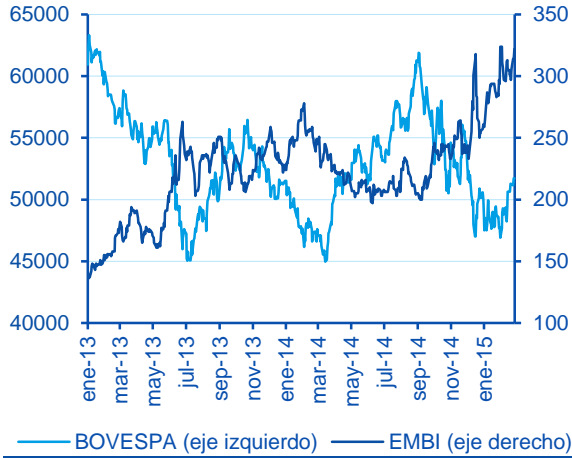
Asimismo, esperamos que el tipo de cambio cierre 2015 y 2016, respectivamente, alrededor de 2,93 y de 3,03. Vemos un sesgo alcista asociado a estas previsiones. Como prácticamente todas las variables relevantes están actuando en la misma dirección y deberán seguir haciéndolo, hay pocos motivos para entrever una apreciación significativa de la divisa brasileña mientras hay muchas variables que podrían determinar una depreciación aún más fuerte de la esperada. La depreciación reciente –más fuerte de lo que anticipábamos- refuerza este sesgo al alza.

A pesar del efecto que la depreciación cambiaria tendrá sobre la inflación y sobre el sector corporativo, vemos la depreciación del real como una corrección necesaria para que el país pueda volver a crecer². Ya que una serie de factores estructurales no permitirán al consumo crecer como lo hizo en el pasado, tanto las inversiones como las exportaciones tendrán que contribuir más para que la economía pueda crecer alrededor de su potencial de 2,5%.

Finalmente, la depreciación cambiaria, en conjunto con la moderación de la demanda interna, debería permitir una reducción del déficit en cuenta corriente, desde el 4,2% del PIB en 2014 hasta el 4,0% este año y el 3,4% en 2016.

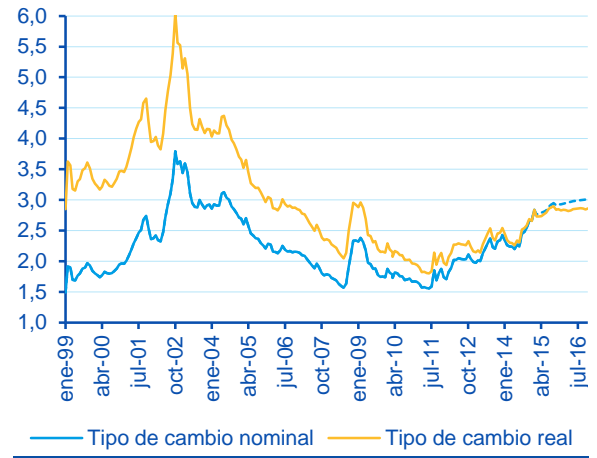
2: Para más detalles sobre el impacto de la depreciación del cambio sobre el sector corporativo véase el Recuadro 3 de nuestro [informe Situación Latinoamérica del primer trimestre de 2015](#).

Gráfico 5.1
Índice de la Bolsa de Valores de Sao Paulo (IBOVESPA) y diferencial soberano (EMBI +)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 5.2
Tipo de cambio nominal y tipo de cambio real (a precios actuales): BRL per USD



Fuente: BCB y BBVA Research.

6 Tabla de previsiones

Tabla 6.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% interanual)	2,5	0,1	0,6	1,8
Inflación (% a/a, fin de periodo)	5,9	6,4	6,5	5,5
Tipo de cambio (frente al USD, fin de periodo)	2,34	2,66	2,93	3,03
Tipos de interés (% fin de periodo)	10	11,75	12,50	11,50
Consumo privado (% a/a)	2,6	0,8	0,3	1,1
Consumo público (% a/a)	2,0	2,0	1,8	1,3
Inversión fija (% a/a)	-5,1	-6,5	-0,5	4,6
Exportaciones (% a/a)	2,5	1,9	1,5	2,9
Importaciones (% a/a)	8,3	0,7	0,3	2,0
Saldo fiscal (% PIB)	-3,3	-6,7	-4,4	-3,6
Cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-4,2	-4,0	-3,4

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este

documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

“BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo”.

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de América Latina:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Jorge Redondo
jorge.redondo.caballero@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas
Rafael Doménech Vilarinho
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Datos de contacto:

BBVA Research

Paseo Castellana, 81 – 7ª planta
28046 Madrid
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com