

Situación Brasil

1^{ER} TRIMESTRE 2016 | UNIDAD AMÉRICA LATINA



01
Las perspectivas de la economía brasileña siguen empeorando. La crisis actual todavía está lejos de su fin

02
Ahora se prevé que el PIB caerá un 3,0% en 2016 después de haber caído con fuerza en 2015

03
La inflación perderá impulso de cara al futuro, pero seguirá por encima del rango objetivo en 2016

04
Las cuentas fiscales se deteriorarán aún más, lo que menoscabará la recuperación y aumentará los riesgos

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: crecimiento anémico y más vulnerable	5
3 Brasil: la actividad caerá de nuevo con fuerza y la inflación seguirá por encima del rango objetivo en 2016	7
4 Las preocupaciones por la desaceleración de la actividad empiezan a jugar un papel más importante en la definición de las políticas económicas	13
5 Mercados financieros turbulentos, moneda depreciada y menor déficit por cuenta corriente	18
6 Tabla de previsiones	22

Fecha de cierre: 26 de febrero de 2016

1 Resumen

La economía mundial seguirá creciendo, aunque a un ritmo más lento y con mayores riesgos. Se prevé que el PIB mundial crecerá tan solo un 3,2% en 2016 (igual que en 2015), por lo que la recuperación se pospondrá hasta 2017, cuando debería alcanzar una tasa de 3,5%. Los riesgos para las previsiones se inclinan a la baja y se concentran en el bloque emergente, aunque la recuperación que se espera en las economías desarrolladas también es frágil. De hecho, la volatilidad que se desencadenó en los mercados internacionales en enero y febrero de 2016, parece haber sido activada por la mayor probabilidad de un escenario de riesgo debido al crecimiento más bajo de China y las economías emergentes, así como a una nueva caída de los precios del petróleo, con efectos negativos en las empresas y países productores.

Las perspectivas de la economía brasileña siguen empeorando. La crisis actual todavía está lejos de su fin. Los efectos de un entorno externo menos favorable se agravan especialmente en Brasil por el impacto del deterioro fiscal. Como consecuencia de ello, el país atraviesa una crisis económica que ha alimentado y a la vez ha sido alimentada por una crisis política. De cara al futuro, no hay razones para pensar que lo peor ha quedado atrás. Los problemas económicos y políticos probablemente seguirán alimentándose mutuamente. Dado que no es probable que el entorno externo dé un giro y en vista de que la solución de los problemas fiscales de Brasil parece distante, la actividad económica seguirá debilitándose, lo que contribuirá a mantener vivas las tensiones políticas. Además, el proceso parlamentario para decidir si se destituye a la presidenta Dilma Rousseff y las investigaciones que están ya en marcha sobre los últimos escándalos de corrupción seguirán en el punto de mira. Entre otras cosas, estos eventos no económicos mantendrán una incertidumbre muy elevada y complicarán la adopción del necesario ajuste fiscal, lo que repercutirá negativamente en la economía.

La actividad económica volverá a contraerse de forma pronunciada y la inflación se mantendrá por encima del rango objetivo en 2016. Según nuestras previsiones, el PIB caerá un 3,0% en 2016 después de haber caído aproximadamente un 3,8% en 2015. La contracción del consumo privado y de la inversión en capital fijo serán los principales factores causantes de la caída del PIB este año, como en 2015. Por otra parte, la demanda externa neta seguirá contribuyendo de forma positiva al crecimiento de la actividad en 2016. Las perspectivas para 2017 son menos negativas, pues la incertidumbre debería disminuir una vez que el Congreso tome una decisión (sea cual sea) sobre la destitución de la presidenta Dilma Rousseff, lo que podría suceder a mediados de 2016. Además, se prevé que los términos de intercambio serán algo más favorables en 2017 después de dos años de fuertes caídas. En lo que respecta a la inflación, debería moderarse paulatinamente en el futuro después de llegar al máximo del 10,7%. No obstante, la indexación relativamente alta, entre otros factores, impedirá que converja al rango objetivo en 2016.

Las preocupaciones por la desaceleración de la actividad, así como los factores políticos, juegan un papel más importante en la definición de las políticas económicas. Los indicadores fiscales siguieron empeorando considerablemente en 2015 y esta tendencia negativa probablemente persistirá en 2016 y en 2017, pues se prevé que el principal problema fiscal, la tendencia alcista estructural del gasto público, seguirá sin abordarse, lo que socavarán la recuperación y aumentará los riesgos internos. Además, somos escépticos en lo que respecta a las medidas anunciadas recientemente para aumentar el crédito que conceden los bancos públicos, pues tendrá un efecto limitado en la actividad y conllevará riesgos no desdeñables. En cuanto a la política monetaria, una vez abandonada la idea de efectuar un nuevo endurecimiento de las condiciones monetarias, se espera que el BCB mantenga el Selic sin cambios hasta finales de año y que a partir de entonces comience un ciclo de flexibilización en 2017. En definitiva, aunque mantener la inflación bajo control y efectuar un ajuste fiscal parecen estar entre los objetivos principales del gobierno, existe el riesgo de que no se le dé a estos objetivos la prioridad adecuada, lo que, en nuestra opinión, aumentaría las distorsiones macroeconómicas y prolongaría aún más la crisis.

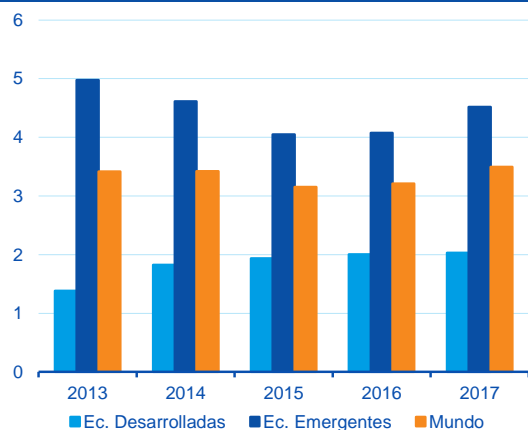
Mercados financieros turbulentos, moneda depreciada y menor déficit por cuenta corriente. En los últimos meses se han propagado las turbulencias en los mercados financieros nacionales, lo que ha obligado a una nueva corrección a la baja en los precios de los activos financieros locales. El tipo de cambio ha seguido depreciándose y se prevé que se debilitará aún más de aquí en adelante, aunque no se prevé que las pérdidas futuras sean tan fuertes como las registradas en 2015. La depreciación de la moneda y sobre todo la caída de la demanda interna han permitido que el déficit por cuenta corriente se ajustara con rapidez, hasta el punto de que ya se ha cubierto totalmente con los flujos de inversión extranjera (IED). En cualquier caso, el ajuste externo actual es sobre todo cíclico, más que estructural.

2 Entorno global: crecimiento anémico y más vulnerable

La intensificación de algunos de los focos de riesgo con impacto global durante el último trimestre de 2015 ha provocado una nueva revisión a la baja en los pronósticos de crecimiento económico mundial para este año. La transición hacia un patrón de crecimiento más bajo en China, con reformas en la economía y cambios en la definición de objetivos clave como el tipo de cambio, está viniendo acompañada de episodios de fuerte volatilidad financiera y descensos de los precios de las materias primas. Todo ello genera un panorama global mucho menos favorable para las economías exportadoras de materias primas, pero también para aquellas percibidas como más vulnerables financieramente.

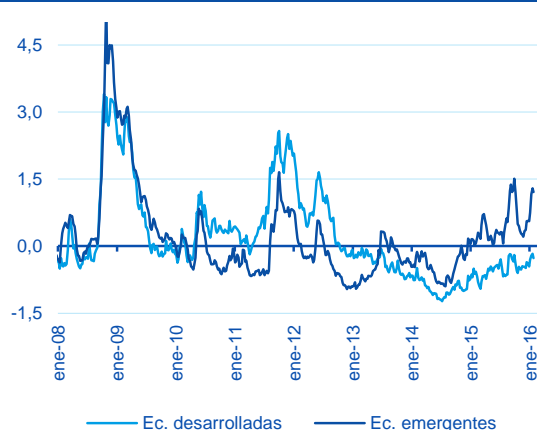
En efecto, los índices adelantados de confianza empresarial y el repunte de las tensiones financieras apuntan a un inicio de 2016 de crecimiento más moderado al previsto hace un trimestre. Así, el PIB mundial crecería apenas un 3,2% en 2016 (igual que 2015) y postergando la recuperación a 2017 cuando alcanzaría tasas cercanas al 3,5% (Gráfico 2.1). Este crecimiento reducido responde al deterioro de la demanda en las economías emergentes. La recuperación de las economías desarrolladas continúa siendo frágil y muy condicionada al impacto que, finalmente, tengan la desaceleración del comercio mundial y la inestabilidad financiera sobre la producción industrial, la inversión y el consumo. Con EE.UU. creciendo a tasas del 2,5% y la Eurozona haciéndolo por debajo del 2%, la tenue mejora de la actividad en el conjunto de economías desarrolladas no será suficiente para compensar la desaceleración de los países emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial, % a/a



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras (valores normalizados)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico mundial (incluyendo en particular a las economías emergentes) explican, en buena parte, el comportamiento reciente de los mercados financieros. Los indicadores de actividad siguen concentrando en la industria y el comercio de bienes el mayor grado de deterioro. La actividad en los servicios, que hasta el momento se había visto beneficiada por la recuperación del consumo privado en las principales economías desarrolladas, también está empezando a mostrar signos de menor dinamismo. Así, el índice BBVA de tensiones financieras para el grupo de países emergentes ha repuntado hasta las cotas observadas en julio y agosto de 2015 (primera oleada de la crisis bursátil china), equiparándose con los niveles de estrés de 2011 (Gráfico 2.2). La volatilidad permanece contenida en las economías desarrolladas, en un contexto en el que el capital trata de refugiarse en activos financieros con un menor perfil de riesgo como los bonos soberanos de países como Japón, EE.UU. o Alemania.

De este modo, la economía mundial se enfrenta a un 2016 de crecimiento reducido y con un balance de riesgos sesgado a la baja y concentrado en el bloque emergente. La evolución de la economía china, tanto en lo que respecta al grado de desaceleración de la actividad como a la gestión que hagan las autoridades de los desequilibrios financieros existentes, seguirá condicionando la dinámica de los flujos de financiación y del precio de las materias primas (más allá del petróleo). La posición de endeudamiento empresarial de aquellos países emergentes más vulnerables al contexto externo constituye un foco adicional de inestabilidad, en un entorno de menores beneficios y costes de financiación al alza (mayores primas de riesgo). Junto a lo anterior, las tensiones geopolíticas en algunas geografías y el riesgo de un escenario de bajo crecimiento y baja inflación en las principales economías desarrolladas completan el panorama esperado para la economía mundial en 2016.

EE.UU.: crecimiento moderado y dependiente del consumo

Durante el último semestre de 2015, la economía estadounidense ha estabilizado su crecimiento en tasas del orden del 2,5% anual. Por el momento, nuestro escenario base mantiene un crecimiento estimado del 2,5% para este año y el próximo, pero la desaceleración de la actividad en el cuarto trimestre, junto con las señales adelantadas que ofrecen los indicadores de confianza empresarial, eleva la probabilidad de que el crecimiento en 2016 pudiera ser menor. Por su parte, la Fed sigue reiterando que la senda de subidas de tipos de interés será gradual y condicionada al seguimiento continuo de la dinámica de gasto doméstico e inflación. Sin presiones alcistas sobre la inflación y ante la caída de precios del petróleo esperamos como máximo dos aumentos de tipos de interés en 2016.

China: el reto de eliminar la inestabilidad financiera

Las dudas sobre la capacidad de China para gestionar con éxito la transición hacia un patrón de crecimiento económico más moderado y equilibrado han vuelto a acrecentarse en el último trimestre de 2015 tras un nuevo episodio de inestabilidad financiera que tuvo su origen, como el pasado mes de agosto, en los mercados bursátil y de divisas.

Aun cuando el mantenimiento de la estabilidad financiera sea clave para evitar que se repitan episodios de aversión al riesgo como el reciente, la dinámica de crecimiento que muestre China a corto y medio plazo sigue siendo determinante para el ciclo económico mundial. Por ahora continúa la senda de moderación gradual del crecimiento y recomposición del mismo iniciada en 2011. Nuestro escenario base mantiene el crecimiento del PIB para 2016 en el 6,2% y en el 5,8% para 2017. No son descartables medidas adicionales de estímulo monetario durante 2016 en forma de rebaja de los tipos de interés de referencia aunque éstas estarán condicionadas al impacto que puedan tener sobre los flujos de capital. Con todo, hay una probabilidad relevante de que este escenario derive en uno de mayor riesgo dadas las dudas sobre el ritmo del rebalanceo de la economía y el margen de maniobra de las autoridades para gestionarlo sin sobresaltos.

Eurozona: sin cambios en el crecimiento esperado

Si se mantiene la dinámica de recuperación reciente, la Eurozona podría crecer este año un 1,8% y un 2,0% en 2017, los mismos registros que se anticipaban el trimestre anterior. El efecto positivo que la corrección de los precios energéticos, el tono más expansivo de la política fiscal y el mantenimiento de condiciones monetarias laxas sería parcialmente compensado por el impacto negativo de la desaceleración del comercio internacional sobre las exportaciones de bienes y del aumento de la inestabilidad financiera y política sobre las decisiones de inversión.

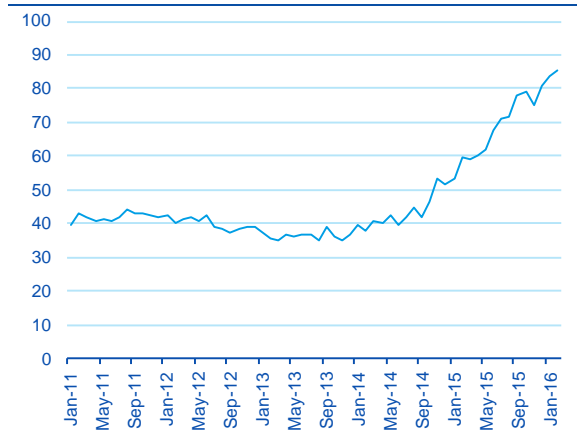
3 Brasil: la actividad caerá de nuevo con fuerza y la inflación seguirá por encima del rango objetivo en 2016

La crisis está todavía lejos de su fin y las perspectivas de la economía siguen empeorando

Los efectos de un entorno externo menos favorable que se caracteriza por una importante caída de los precios de las materias primas, crecimiento anémico, turbulencias financieras y gran incertidumbre, se agravan especialmente en Brasil debido al impacto del brusco deterioro de las cuentas fiscales. Como consecuencia de ello, Brasil atraviesa una crisis económica que ha alimentado y a la vez ha sido alimentada por una crisis política. Por tanto, en el frente económico, la actividad cae con fuerza mientras que la inflación está por encima del 10%. En el frente político, el comienzo del proceso para destituir a la presidenta Dilma Rousseff y una serie de escándalos de corrupción son algunos de los factores causantes de la crisis actual.

Por tanto, no es sorprendente que las preocupaciones por la crisis se hayan generalizado (Figura 3.1) y que tanto el índice de confianza como el índice de aprobación del gobierno se encuentren en niveles sumamente bajos (Figura 3.2).

Figura 3.1
Índice de crisis de Brasil (basado en las búsquedas en la Web)*



* Índice desestacionalizado basado en el interés por el término "crise" (crisis in portugués) en Brasil.
Fuentes: Google Trends y BBVA Research

Figura 3.2
Índices de confianza y de aprobación del gobierno



Fuentes: CNI, Fecomercio y BBVA Research

De cara al futuro, no hay razones para pensar que lo peor ya se ha dejado atrás. Los problemas económicos y políticos probablemente seguirán alimentándose mutuamente. Dado que no es probable que el entorno externo dé un giro y en vista de que la solución de los problemas fiscales de Brasil parece distante, la actividad económica en general, y los mercados de trabajo en particular, seguirán debilitándose, lo que contribuirá a mantener vivas las tensiones políticas. Además, el proceso parlamentario para decidir si se destituye a la presidenta Dilma Rousseff y las investigaciones que están en marcha sobre los últimos escándalos de corrupción, como, entre otros, la operación "Lava Jato", seguirán en el punto de mira. Entre otras cosas, estos eventos no económicos mantendrán una incertidumbre muy elevada y complicarán la adopción del necesario ajuste fiscal, lo que repercutirá negativamente en la actividad económica.

Teniendo todo eso en cuenta, las perspectivas para la economía brasileña han seguido empeorando, lo que se refleja claramente en nuestras previsiones actualizadas, que describimos a continuación. Además, ahora

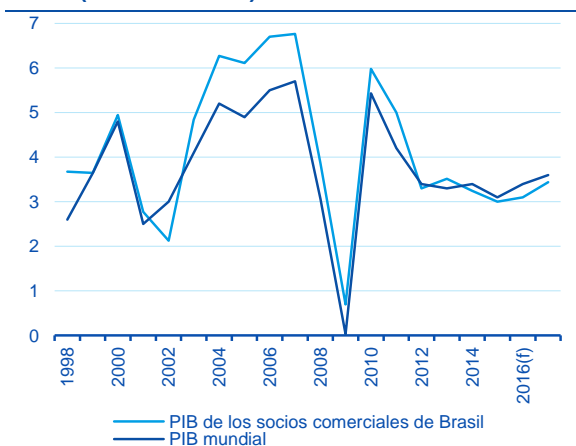
hay mayores riesgos de que la situación se deteriore aún más de lo que contemplamos en nuestro escenario base para el país, y por consiguiente, de que la crisis termine por ser más profunda y más larga de lo esperado.

El PIB se contraerá un 3,0% en 2016 después de haberse contraído aproximadamente un 3,8% en 2015

Los indicadores de actividad apuntan a que el PIB cayó de nuevo en el último trimestre de 2015, aunque no tanto como en los trimestres anteriores. Basándonos en esos datos, estimamos que el PIB cayó un 1,1% t/t en el cuarto trimestre, en comparación con el 2,1% t/t y el 1,7% t/t en el segundo y en el tercer trimestre, respectivamente. Si nuestras previsiones son correctas, el PIB habrá caído un 3,8% en el último año, después de haberse mantenido prácticamente sin cambios en 2014 (0,1%). Ese sería el peor resultado desde 1991, cuando el país todavía estaba luchando contra la hiperinflación.

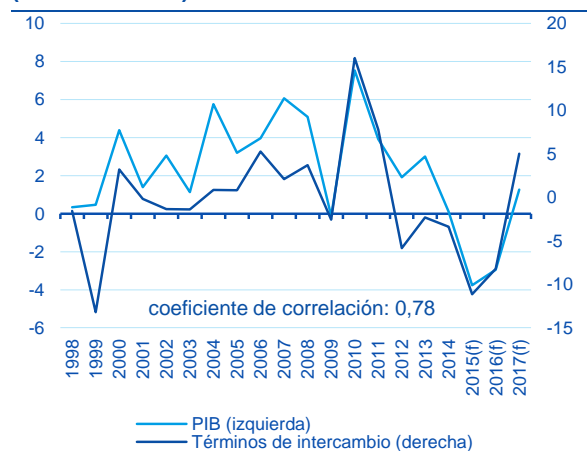
Por componentes, los principales factores que contribuyeron al gran descenso de la actividad económica en 2015 fueron probablemente la inversión y el consumo privado, que estimamos que han caído un 13,7% y un 3,9%, respectivamente. Teniendo en cuenta que prevemos que el consumo público habrá caído un poco durante el año pasado, un 0,4% para ser más precisos, es probable que la demanda interna aporte -6,5 puntos porcentuales (pp) al PIB de 2015. Así, la contracción esperada del PIB en 2015 no será mayor debido a que estimamos que el año pasado las exportaciones netas contribuyeron de forma positiva al crecimiento, con 2,7 pp aproximadamente. En cualquier caso, esto último se debió más a una contracción de las importaciones que a los resultados de las exportaciones (tabla de previsiones en la sección 6 y Figura 3.5).

Figura 3.3
PIB mundial y PIB de los socios comerciales de Brasil (crecimiento %)*



* El PIB de los socios comerciales de Brasil es el PIB de dichos socios comerciales ponderado según su porcentaje como destino de las exportaciones totales de Brasil en 2015. Los datos sobre el crecimiento proceden del WEO del FMI. Fuentes: FMI y BBVA Research

Figura 3.4
PIB de Brasil y términos de intercambio (crecimiento %)



Fuentes: IBGE, Funcex y BBVA Research

El desempeño relativamente débil de las exportaciones, y hasta cierto punto la corrección de la demanda interna, está relacionado con la evolución del entorno global, en particular con la moderación del crecimiento mundial y con la caída de los precios de las materias primas (en los tres últimos meses los precios del petróleo, del mineral de hierro y de la soja han caído un 22%, un 1% y un 2%, respectivamente)¹. En cuanto

1: Para un análisis de los mercados de materias primas, incluidas nuestras previsiones, consulte el informe de BBVA Research [Situación América Latina 1T16](#).

a las exportaciones, merece la pena observar que no solo se ha desacelerado últimamente el crecimiento mundial, sino que además la desaceleración del PIB de los principales socios comerciales de Brasil ha sido un poco más intensa. De hecho, el PIB de los principales importadores de bienes brasileños no ha crecido por encima del PIB mundial desde 2014, en contraste con lo que solía ocurrir anteriormente (Figura 3.3). En lo que respecta a los precios de las materias primas, su caída es el principal factor que ha provocado un descenso del 11% en los términos de intercambio (es decir, el ratio entre los precios de las exportaciones y las importaciones) y por tanto, uno de los principales motores de la actual recesión de Brasil (Figura 3.4).

Cabe mencionar que la economía brasileña normalmente se ve afectada de forma negativa no solo por los bajos precios agrícolas y de los metales, como los precios de productos como soja, mineral de hierro, azúcar, carne, café, maíz, etc., sino también por los bajos precios del petróleo. Aunque Brasil importa aproximadamente la misma cantidad de petróleo que exporta, la caída de sus precios tiene un impacto negativo en Petrobras, una de las mayores empresas brasileñas, y reduce la riqueza potencial relacionada con las reservas de petróleo de Brasil, que en cierta medida siguen sin explotarse.

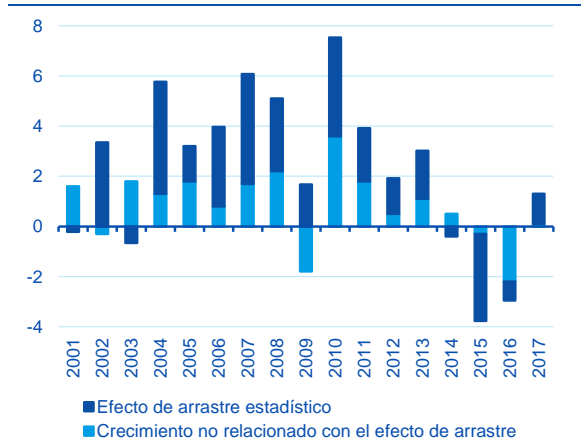
De cara al futuro, no se prevé que ni el PIB mundial ni el PIB de los principales socios comerciales de Brasil se aceleren de forma significativa en 2016, aunque sí es probable que haya alguna mejora en 2017. Además, prevemos que los términos de intercambio de Brasil caerán en torno a un 8% en 2016 y luego repuntarán un 5% en 2017.

Asimismo, las perspectivas de la economía mundial respaldan la visión de que la economía brasileña se contraerá de nuevo en 2016 y luego se recuperará un poco en 2017, al menos si nuestro escenario de aterrizaje suave en China y de recuperación gradual de la economía de EE. UU. resulta correcto.

La evaluación que hacemos de la situación interna de Brasil refuerza la visión de que la recesión continuará en 2016 y finalizará en 2017. Los principales factores internos que contribuyeron al crecimiento negativo del PIB en 2015, es decir, el deterioro fiscal, la falta de margen para adoptar medidas contracíclicas, el aumento de los costes al que se enfrentaron consumidores y empresas (debido a la depreciación del tipo de cambio y a la elevada inflación), el impacto de los escándalos de corrupción (especialmente en Petrobras y en las empresas de construcción) y la crisis política, seguirán desempeñando un papel negativo en 2016. Aunque no esperamos que los problemas fiscales se solucionen este año, la incertidumbre inusualmente elevada con respecto a la economía podría moderarse un tanto una vez que el Congreso tome una decisión (sea cual sea) sobre la destitución de la presidenta Dilma Rousseff, lo que podría suceder a mediados de año. Teniendo todo eso en cuenta, así como las perspectivas de inflación más baja, cambio más estable (a un nivel más depreciado) y política monetaria menos restrictiva, creemos que habrá algo de margen para la mejora de la actividad económica en 2017.

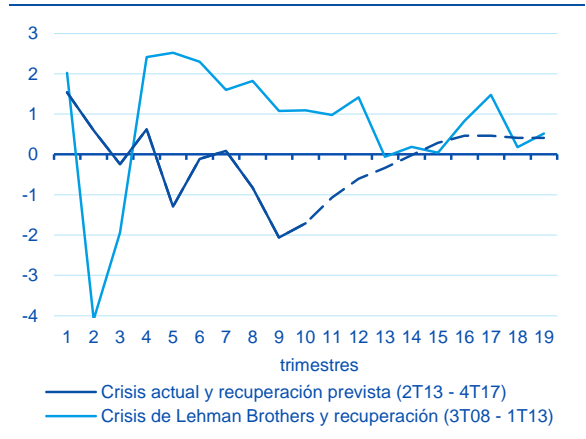
Tras consolidar el impacto esperado de los factores externos e internos, prevemos que el PIB se contraerá un 3,0% en 2016 y que después se incrementará un 1,3% en 2017. Estas previsiones están respectivamente 2,5 pp y 0,2 pp por debajo de nuestras cifras anteriores. Estos ajustes están en línea con el deterioro que se produjo en la actividad económica en la segunda mitad de 2015, que fue más fuerte de lo previsto, así como con las peores perspectivas que se auguran tanto para la economía de Brasil como para la economía mundial.

Figura 3.5
Evolución del PIB y contribución al mismo del efecto de arrastre estadístico*



* Se han utilizado las previsiones del BBVA para el PIB del 4T15 al 4T16 para calcular la contribución de los efectos de arrastre en 2016 y 2017.
Fuente: BBVA Research

Figura 3.6
Ciclos de actividad económica: recesión y recuperación, ahora y tras la crisis de Lehman Brothers (PIB t/t)*

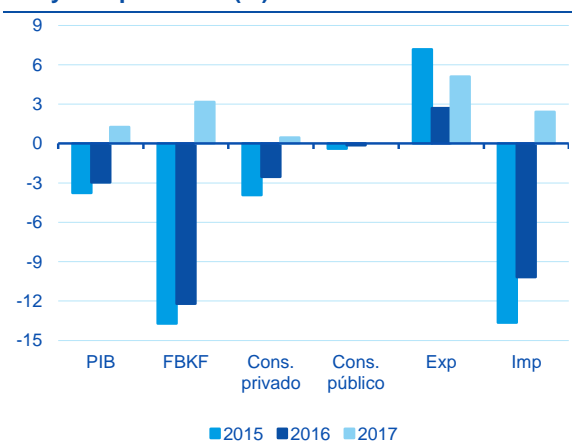


* Previsiones del BBVA del 4T15 al 4T17.
Fuentes: CNI, IPEADATA y BBVA Research

Es importante observar que parte de la contracción del PIB prevista en 2016 se deberá a los efectos de arrastre estadístico. La tendencia a la baja del PIB trimestral a lo largo de 2015 significa que si se mantiene sin cambios (0,0% t/t) en los cuatro trimestres de 2016, el PIB caerá un 2,2%. Preveamos que este efecto de arrastre estadístico estará en torno al 0% en 2017 (Figura 3.5).

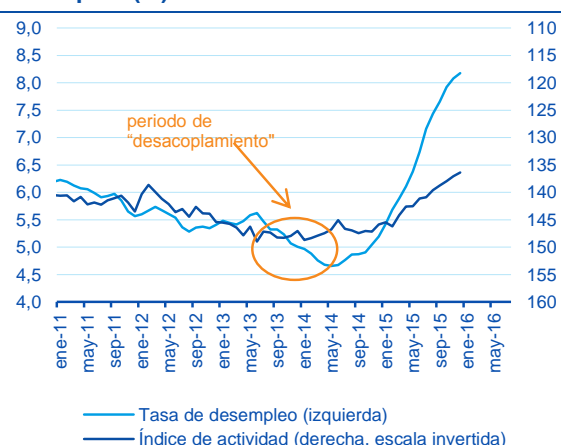
En cualquier caso, preveamos que el crecimiento del PIB trimestral se mantendrá en territorio negativo hasta el tercer trimestre del año y que después crecerá ligeramente, pero todavía por debajo de la tasa potencial (Figura 3.6). En comparación con la recesión anterior, cuando el país se vio afectado a finales de 2008 por la crisis de Lehman Brothers, la recesión actual no es solo más prolongada sino también más aguda. Además, hay que tener en cuenta que una tasa de crecimiento positivo en 2017 no significaría el fin de la crisis. Se trataría más bien de una corrección puntual de la actividad económica después de un severo ajuste a la baja en los años anteriores que del inicio de un nuevo ciclo de crecimiento sostenible. Esto último requeriría al menos abordar los problemas fiscales, algo que no esperamos que se vaya a producir en breve.

Figura 3.7
PIB y componentes (%)



Fuentes: IBGE y BBVA Research

Figura 3.8
Índice de actividad económica (IBC-Br) y tasa de desempleo (%)*



* Ambas series están desestacionalizadas. En el eje derecho la escala se invierte: los valores más altos significan niveles más bajos de actividad económica
Fuentes: IBGE, BCB y BBVA Research

En cuanto a los componentes, prevemos que la contracción del PIB en 2016 estará impulsada de nuevo por los componentes de la demanda interna, mientras que las exportaciones netas deberían contribuir positivamente al crecimiento, aunque sobre todo por el fuerte descenso de las importaciones (Figura 3.7 y tabla de previsiones en la sección 6). La probable, pero todavía incierta, recuperación en 2017 estaría apoyada por cierta mejora en las exportaciones y por un repunte (limitado) de la inversión.

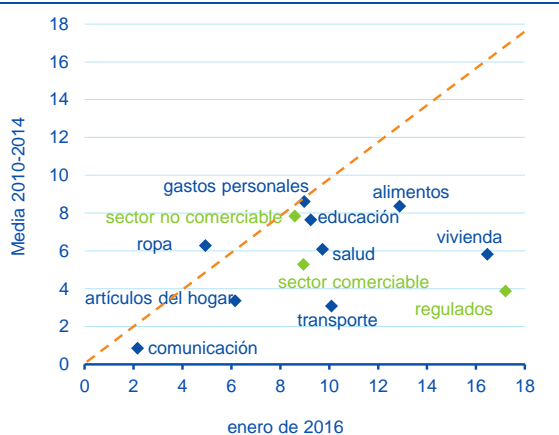
El consumo privado, que representa aproximadamente dos tercios del PIB, seguirá probablemente afectado por la elevada inflación (aunque no tanto como en 2015), por la gran incertidumbre existente, por unos mercados crediticios no favorables y, sobre todo, por el deterioro del mercado de trabajo, que se prevé que continuará en el futuro. La tasa de desempleo, que había caído en 2013 y en 2014 a pesar de la debilidad de la actividad económica durante el periodo, empezó a aumentar a finales de 2014, poniendo fin al "desacoplamiento" anterior (Figura 3.8). Prevemos que la tasa de desempleo media se situará en el 8,8% en 2016 y que luego se mantendrá prácticamente sin cambios en 2017, en comparación con el 4,8% de 2015 y el 6,9% de 2015.

La inflación se mantendrá por encima del techo objetivo del 6,5% a lo largo de 2016

La inflación anual llegó al 10,7% en enero, manteniéndose en líneas generales estable en comparación con el final de 2015, en vez de caer como se esperaba. Aunque las principales presiones proceden en la de los precios regulados y los precios de los alimentos, en el caso de estos últimos debido a choques de oferta provocados por fenómenos meteorológicos como "El Niño", la inflación actual es generalizadamente alta. La Figura 3.9 muestra que la inflación es ahora más alta que en el periodo 2010-2014, cuando alcanzó una media del 5,9%, en casi todos los grupos de productos. Incluso los precios de los productos no comerciables, a los que no afecta directamente la depreciación del tipo de cambio como sí sucede con los productos comerciables, y que se determinan libremente en los mercados a diferencia de los precios regulados, son más altos ahora que hace unos años, cuando la economía crecía a tasas positivas. La razón principal de esta paradoja aparente es que los mecanismos de indexación siguen jugando un papel importante en los procesos de fijación de precios en Brasil. Nuestra curva de Phillips estimada, que relaciona la inflación con la inflación pasada, la inflación prevista, la inflación externa y la brecha de producción, muestra que el parámetro que relaciona la inflación pasada con la inflación actual, que funciona

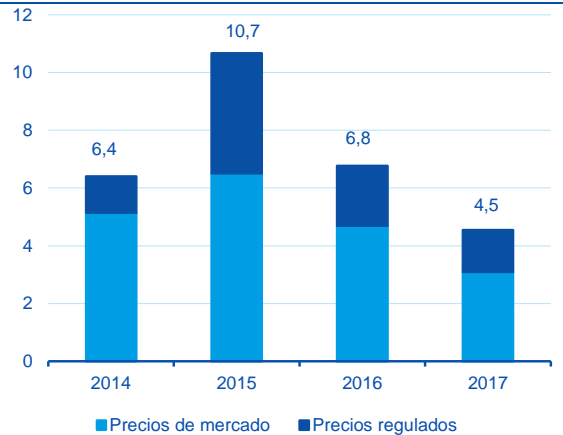
como una medida aproximada para la inercia, se sitúa actualmente en el 0,7, prácticamente sin cambios en comparación con los años anteriores, pero por encima de lo que se registra habitualmente en las economías avanzadas (menos del 0,5).

Figura 3.9
Inflación: enero de 2016 en comparación con la media de 2010-2014 (% a/a)



Fuentes: IBGE, BCB y BBVA Research

Figura 3.10
Contribución de los precios de mercado y los precios regulados a la inflación anual (pp)



Fuentes: IBGE y BBVA Research

A pesar de la existencia de importantes mecanismos de indexación (por ejemplo, los salarios mínimos se ajustaron en un 11,6% este año gracias en gran medida a que la inflación de 2015 fue del 10,7%) y de la presión adicional debida a la depreciación del tipo de cambio, prevemos que la inflación habrá llegado al máximo en diciembre y enero y que perderá impulso gradualmente de ahora en adelante. Las dos razones principales que sostienen esta opinión son las perspectivas de que la fuerte recesión de la actividad terminará por limitar los ajustes adicionales en los precios y que los precios monitoreados no se ajustarán este año de forma tan notable como en 2015. Con respecto a esto último, esperamos que la inflación de los precios regulados caiga del 18% registrado el año pasado al 9% en 2016, pues ya se han corregido la mayoría de los desajustes de dichos precios.

Según nuestras previsiones, la inflación caerá gradualmente en 2016 y 2017, se mantendrá por encima del techo objetivo del 6,5% en 2016, con una media del 8,8%, y llegará al 6,8% en diciembre. En 2017, lo más probable es que converja en el 4,5%, el objetivo central del BCB (Figura 3.10). No obstante, añadimos un sesgo alcista a nuestra previsión para 2017, pues existe el riesgo de que las políticas económicas se centren en impulsar el crecimiento más que lo previsto y terminen siendo un poco más tolerantes con la inflación.

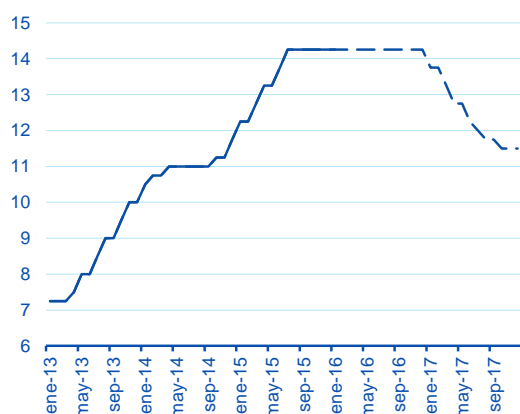
4 Las preocupaciones por la desaceleración de la actividad empiezan a jugar un papel más importante en la definición de las políticas económicas

Las últimas decisiones tomadas por las autoridades económicas locales muestran que las crecientes preocupaciones por la fuerte contracción de la actividad económica, y también factores políticos, empiezan a tener un papel más importante en el establecimiento de la política monetaria, fiscal y cuasi fiscal. Aunque mantener la inflación bajo control y efectuar un ajuste fiscal parecen seguir estando entre los principales objetivos del gobierno, existe el riesgo de que, como ha sucedido en otros momentos en los últimos años, no se dé a estos objetivos la prioridad adecuada, lo que en nuestra opinión aumentaría las distorsiones macroeconómicas y prolongaría aún más la crisis.

Política monetaria: estabilidad más que aumento de los tipos de interés

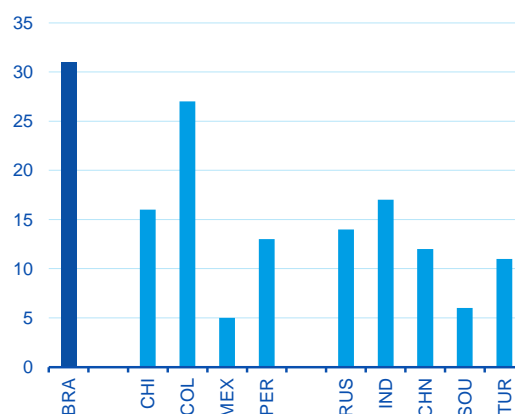
Después de haber ajustado la política monetaria considerablemente desde comienzos de 2013 hasta julio de 2015, el Banco Central de Brasil (BCB) decidió dejar el tipo de interés de referencia Selic sin cambios en el 14,25% durante la segunda mitad del año pasado (Figura 4.1). Sin embargo, el aumento mayor de lo esperado en la inflación y especialmente el deterioro de las expectativas para el cierre de 2016 y 2017², que hasta cierto punto se deben al deterioro fiscal y a la depreciación del tipo de cambio, obligó a la autoridad monetaria a sugerir, a finales de 2015 y principios de 2016, que pronto se efectuaría un nuevo ajuste monetario. No obstante, en contraste con estas señales previas, el BCB decidió finalmente dejar el tipo Selic sin cambios en enero. Tal como esperábamos, las preocupaciones por la actividad económica interna, en particular con el efecto que ejerce sobre ella el entorno mundial, terminaron por pesar más e impidieron el comienzo de un nuevo ciclo de endurecimiento de las condiciones monetarias.

Figura 4.1
Tipo de interés de referencia: tipo Selic (%)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Figura 4.2
Número de cambios en el tipo de interés de referencia desde enero de 2011*



* BRA=Brasil. AMÉR. LAT.: CHI=Chile, COL=Colombia, MEX=México, PER=Perú. Otras economías emergentes: RUS=Rusia, IND=India, CHN=China, SOU=Sudáfrica, TUR=Turquía. Fuentes: Bloomberg y BBVA Research

2: Las expectativas de inflación del mercado a finales de 2016 y 2017 eran un 5,5% y un 4,5% a principios de septiembre y luego aumentaron a un 6,9% y un 5,2% respectivamente en diciembre.

Las expectativas de inflación se deterioraron aún más tras la decisión que se tomó en enero en materia de política monetaria³ y lo más probable es que los objetivos que el BCB anunció en ese momento, hacer que la inflación converja dentro del rango objetivo del 2,5%-6,5% en 2016 y en el 4,5% en 2017, no se cumplan. Asimismo, las preocupaciones por el entorno global y la recesión local previsiblemente seguirán jugando un papel más importante en la definición de la política monetaria. Por tanto, esperamos que el tipo Selic se mantenga sin cambios durante el resto del año y que se inicie un ciclo de flexibilización monetaria en los primeros meses de 2017, cuando prevemos que la inflación volverá a estar dentro del rango objetivo, que para entonces se habrá reducido al 3,0%-6,0% tras la decisión del año pasado.

Aunque esperamos que los tipos de interés se mantengan estables en el 14,25% durante un largo periodo, el histórico de decisiones monetarias del BCB muestra que hay una probabilidad no desdeñable de que actúe antes de lo previsto. Desde comienzos de enero de 2011, la autoridad monetaria ha ajustado, ya sea al alza o a la baja, el tipo de interés de referencia en 31 de las 41 reuniones de política monetaria que ha celebrado. El Selic solo se dejó sin cambios en tres reuniones celebradas a finales de 2012 y a comienzos de 2013, en las tres reuniones que precedieron a las elecciones presidenciales de 2014 y en las últimas cuatro reuniones. Como se muestra en la Figura 4.2, el BCB ha sido uno de los bancos centrales más "activos" de los países emergentes.

Política fiscal: el deterioro continúa mientras los problemas siguen en su mayoría sin abordarse

Las medidas adoptadas en 2015 para recortar el gasto y aumentar los ingresos fueron insuficientes para lograr una mejora de las cuentas fiscales, en especial debido a que la contracción de la actividad económica tuvo un importante impacto negativo en los ingresos públicos y debido también a que el gobierno pagó el año pasado aproximadamente un 1,2% del PIB en gastos de años anteriores (que se conocen localmente como "pedaladas"). Por tanto, el sector público mostró un déficit primario del 1,9% del PIB en 2015, incluso peor que el resultado de 2014, -0,6% del PIB (Figura 4.3). Además, los pagos de intereses aumentaron sustancialmente el año pasado y llegaron al 8,3% del PIB en comparación con el 5,5% en 2014. La mayor carga de intereses fue una consecuencia del incremento de la deuda pública y sobre todo de los tipos de interés más altos (en línea con un tipo Selic más alto y mayor riesgo-país). Por otra parte, los pagos de intereses aumentaron en 2015 en un 1,7 pp debido a los gastos generados por los más de 100.000 millones de USD en swaps cambiarios que mantenía el BCB⁴.

Como consecuencia de que el resultado primario fue peor y los pagos de intereses más elevados, así como por la contracción del PIB, la deuda pública del gobierno general subió de nuevo en 2015 y se situó en el 66,2% del PIB, en comparación con el 57,2% en 2014 y el 51,7% en 2013 (Figura 4.3).

El principal problema fiscal de Brasil es, en pocas palabras, que el gasto primario del gobierno federal lleva mostrando una tendencia al alza durante muchos años, mientras que la tendencia de los ingresos primarios ha sido a reducirse desde la crisis de Lehman Brothers (Figura 4.4). Como la carga fiscal de Brasil ya es elevada, la mejor forma de abordar este problema sería mantener el gasto bajo control a través de i) una reforma en el sistema de la seguridad social para adaptarse a las condiciones demográficas, cada vez menos favorables y ii) una reducción de la rigidez de los gastos primarios (actualmente solo en torno al 20% del gasto total está potencialmente sujeto a ajustes).

3: Subieron del 7,0% a finales de 2016 y el 5,40% a finales de 2017 al 7,6% y el 6,0% respectivamente a finales de febrero.

4: Al proporcionar swaps cambiarios, el BCB reduce la exposición del sector privado a la depreciación del tipo de cambio, pero aumenta su propia exposición. El coste de 1,7 pp del PIB fue, por tanto, la consecuencia de tener un considerable stock de estos swaps en un momento en que la moneda se depreció. Asimismo, aunque estos swaps están referenciados en dólares estadounidenses, se pagan en reales brasileños. Por último, cabe señalar que si por un lado el gobierno pierde con la depreciación del tipo de cambio al mantener estos swaps, por otro lado se beneficia de la depreciación de la moneda debido a sus elevadas reservas internacionales (que ascienden a casi 370.000 millones de USD y convierten al gobierno en un acreedor externo en términos netos). No obstante, estos beneficios no repercuten en el resultado fiscal anual del sector público (sí afectan a la deuda del sector público).

Aunque el gobierno, en especial el nuevo ministro de Finanzas Nelson Barbosa, ha hablado últimamente de una reforma de la seguridad social y de la creación de un techo para la deuda pública, somos escépticos con respecto a su implementación. Crear un consenso sobre estas medidas y aprobarlas en el Congreso es una tarea complicada para el gobierno teniendo en cuenta la situación política y económica actual.

El entorno actual complica no solo la implementación de reformas estructurales, sino también la adopción de otras medidas de ajuste, como el restablecimiento del impuesto sobre operaciones financieras CPMF (que podría generar potencialmente más de un 1% de ingresos extra), el aumento de algunos impuestos que no requieren la aprobación del Congreso (como el impuesto financiero IOF y el impuesto sobre los combustibles CIDE), y otros recortes de gastos adicionales. Con respecto a esto último, el gobierno anunció recientemente que congelaría aproximadamente el 0,3% del PIB en gastos presupuestados, una cifra inferior a la anunciada el año pasado y claramente insuficiente para cambiar las tendencias fiscales recientes.

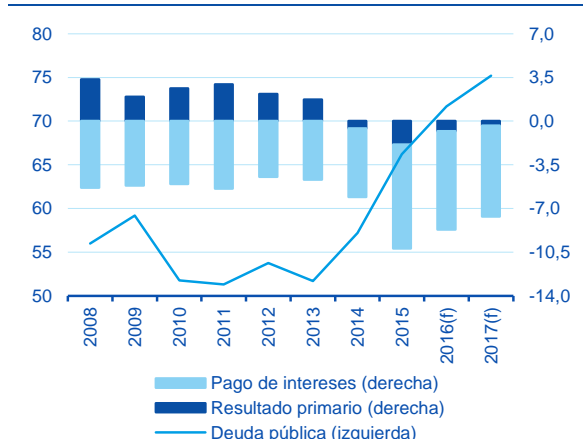
Por consiguiente, dadas las perspectivas negativas para la adopción de medidas de ajuste fiscal importantes, y teniendo en cuenta que la contracción de la actividad seguirá pesando en los ingresos públicos, prevemos que el deterioro fiscal persistirá durante unos años, al menos hasta que el gobierno pueda crear un consenso sobre la necesidad de efectuar reformas fiscales y sea capaz de implementarlas.

Pronosticamos que el resultado primario se mantendrá en territorio negativo tanto en 2016 como en 2017, en torno a -0,8% y -0,4% del PIB respectivamente, lo que contribuirá a mantener el resultado fiscal total en niveles muy elevados, aproximadamente -8,7% en 2016 y -7,6% en 2017. Asimismo, la deuda pública del gobierno central llegará al 72% en 2016 y al 75% en 2017 (Figura 4.3). Y probablemente romperá la marca del 80% del PIB en el futuro, pues lo más probable es que el gobierno no pueda generar superávits primarios en torno al 2,5% del PIB, que es lo que se necesitaría para estabilizar la ratio de deuda sobre PIB.

Teniendo en cuenta estas perspectivas para las cuentas fiscales, las recientes rebajas de la calificación soberana no pueden suponer una sorpresa (en las últimas semanas S&P y Moody's han reducido la calificación soberana de Brasil a dos niveles por debajo del grado de inversión, mientras que Fitch rebajó la calificación del país al nivel más alto dentro de la zona especulativa en diciembre).

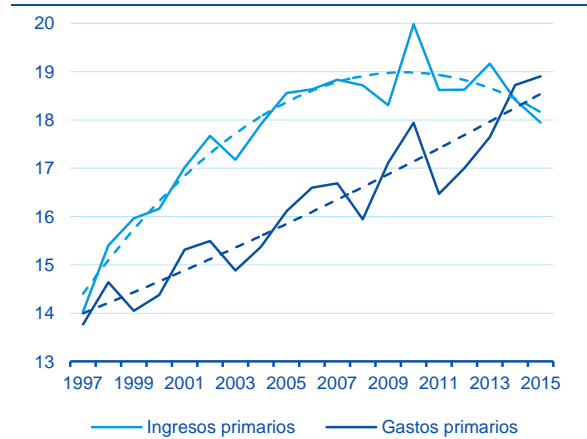
Si por alguna razón aumenta la aversión al riesgo de los inversores o las perspectivas fiscales empeoran aún más hasta el punto de que la solvencia de la deuda empiece a ser un problema, podría terminar por surgir un escenario de "dominancia fiscal". En dicho escenario de riesgo, que a nosotros nos parece relativamente improbable, la estabilización de la deuda pública se favorecería con un entorno de bajos tipos de interés / inflación elevada. Consideramos que otras respuestas a una crisis de deuda, como un impago de la deuda soberana o un paquete de rescate del FMI, son resultados menos probables, entre otras razones porque la mayoría de la deuda pública de Brasil está denominada en moneda local y no en moneda extranjera (de hecho, Brasil es un acreedor externo neto, pues sus reservas internacionales corresponden al 21% del PIB mientras que la deuda externa del sector público es un 7% del PIB).

Figura 4.3
Indicadores fiscales: saldo fiscal primario, pago de intereses y deuda pública bruta* (% del PIB)



* Resultado primario + pago de intereses = resultado fiscal total. El resultado primario y el pago de intereses se refieren al sector público consolidado, mientras que la deuda pública bruta hace referencia al gobierno general, lo que excluye al BCB y a las empresas públicas.
Fuentes: BCB y BBVA Research

Figura 4.4
Cuentas primarias del gobierno federal: cifras observadas y tendencia* (% del PIB)



* Cifras observadas: líneas continuas. Tendencia: líneas discontinuas. Los ingresos primarios excluyen las transferencias a los gobiernos regionales.
Fuentes: BCB y BBVA Research

Política cuasi fiscal: el aumento de oferta de crédito público que se ha sugerido tendría un impacto limitado en la actividad y podría conllevar riesgos no desdeñables

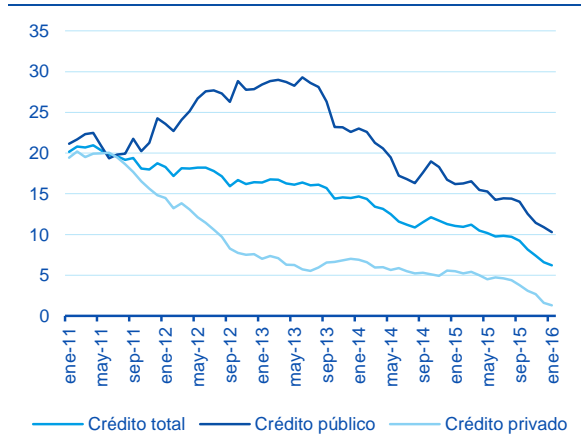
El mercado de crédito sigue perdiendo impulso a causa de la desaceleración de la actividad económica, el tono restrictivo de la política monetaria y los mayores riesgos, entre otros factores. El stock de crédito crece actualmente al ritmo del 6,2% a/a, por debajo de la tasa registrada en el pasado reciente y por debajo de la tasa de inflación actual. Aunque el crédito de los bancos públicos también se ha moderado, sigue creciendo por encima del crédito de los bancos privados, un 10,3% a/a el primero frente a un 1,3% a/a el último (Figura 4.5).

Lo que no resulta sorprendente en vista de la coyuntura actual es que la tasa de mora siga una tendencia alcista: llegó al 3,5% de los préstamos totales en enero, en comparación con el 2,7% a finales de 2014 (Figura 4.6). En los últimos meses, la carga financiera de los hogares como porcentaje de la renta se ha reducido, pues la desaceleración de los préstamos a las familias ha contrarrestado el descenso de la renta familiar. Como esto último continuará probablemente ajustándose a la baja, vemos el riesgo de que esta carga financiera deje de caer. En cualquier caso, en nuestra opinión, la morosidad seguirá una tendencia alcista de cara al futuro.

Dadas las crecientes preocupaciones por la desaceleración de la economía, el gobierno ha anunciado recientemente algunas propuestas para aumentar la oferta de crédito de los bancos públicos a algunos sectores específicos (como agricultura, bienes raíces, infraestructura, exportadores y crédito nómina) en una cantidad equivalente al 1,4% del PIB (2,6% del stock de crédito).

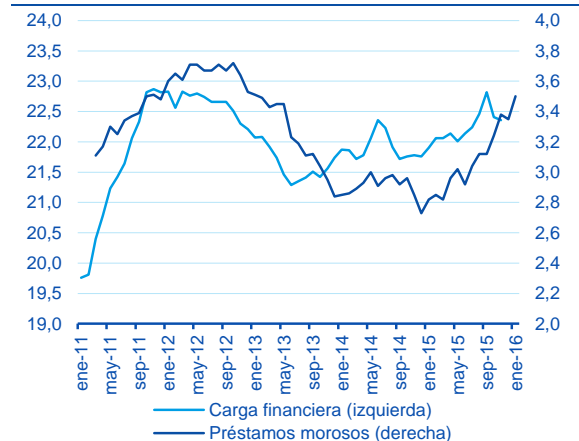
Aunque estas medidas podrían tener eventualmente un impacto positivo en algunos sectores, nuestras expectativas son que el efecto general sobre la actividad económica será modesto. También creemos que Brasil necesita más reformas estructurales, especialmente las que puedan incrementar la productividad interna, que una nueva ronda de crecimiento impulsado por el crédito. Además, el uso del crédito público para tratar de revitalizar los mercados de crédito al mismo tiempo que se reduce considerablemente la demanda interna conlleva riesgos adicionales para estos bancos y, por tanto, para las cuentas públicas.

Figura 4.5
Stock de crédito: de los bancos públicos y privados (crecimiento nominal % a/a)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Figura 4.6
Indicadores de los mercados crediticios: carga financiera de los hogares (% de su renta) y préstamos morosos (% de los préstamos totales)



Fuentes: BCB y BBVA Research

5 Mercados financieros turbulentos, moneda depreciada y menor déficit por cuenta corriente

Los precios de los activos financieros internos han caído con fuerza en los últimos meses

Tras un corto periodo de relativa estabilidad antes de finales de 2015, las turbulencias comenzaron a propagarse de nuevo en los mercados financieros. Las preocupaciones por la economía china y la importante caída de los mercados de petróleo parecen haber sido las causas de la última oleada de tensiones financieras en los mercados mundiales (véase el Capítulo 2 para obtener más detalles).

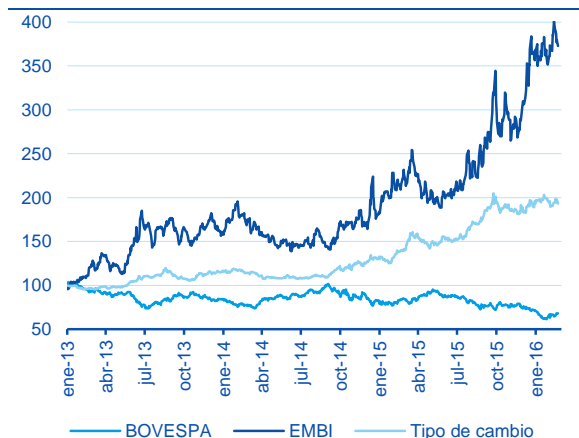
El reciente repunte de la aversión al riesgo global, la caída de los precios de las materias primas y el agravamiento de la crisis local, incluido el deterioro de la calificación soberana de Brasil⁵, han favorecido caídas adicionales en los precios de los activos financieros locales (Figura 5.1). El principal índice bursátil de Brasil, el IBOVESPA, ha perdido aproximadamente el 10% en los últimos tres meses, mientras que el diferencial soberano del país se ha incrementado en un 24% (o 97 pb) en el mismo periodo. El real brasileño (BRL) perdió alrededor del 6% y se situó en torno a 3,98 reales por dólar a finales de febrero.

Las recientes correcciones de los mercados bursátiles locales y de los diferenciales de deuda fueron de media superiores a las pérdidas registradas en otros mercados emergentes (Figura 5.2). De hecho, en general fueron más marcadas que las correcciones observadas en países productores de petróleo, como México, Colombia y Rusia, que están más expuestos a la actual caída de los precios de la materia prima. Sin embargo, la depreciación del real en los tres últimos meses ha sido de media más suave que la depreciación de otras monedas emergentes. Esto último se debe en cierta medida al hecho de que la depreciación acumulada desde hace uno o dos años es mucho mayor en Brasil, lo que implica que el real ya se cotiza por encima de su nivel de equilibrio.

De cara al futuro, lo más probable es que los mercados financieros brasileños sigan con turbulencias. Esto se producirá no solo porque deberían seguir reflejando la volatilidad creada por el proceso de recuperación de la economía de EE. UU. (y por consiguiente de la velocidad de normalización de su política monetaria) y el proceso de transición por el que está atravesando actualmente la economía china, sino también porque deberían responder a la evolución de la crisis interna, que todavía está lejos de su fin.

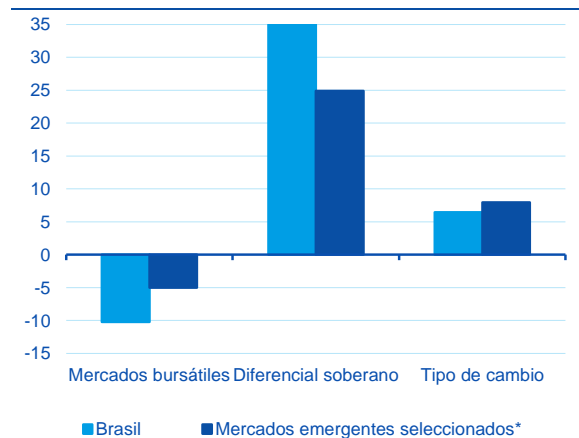
5: Como se ha señalado en la sección 4, en las últimas semanas S&P y Moody's han dejado la calificación soberana de Brasil dos niveles por debajo del grado de inversión, mientras que Fitch rebajó la calificación del país al nivel más alto dentro de la zona de alta rentabilidad en diciembre.

Figura 5.1
Mercados bursátiles (BOVESPA), diferenciales de deuda (EMBI +) y tipo de cambio (USD/BRL). Índices Ene 2013=100*.



* Los valores más altos representan un real brasileño más depreciado, un índice BOVESPA más alto y un diferencial soberano mayor. Datos hasta el 26 de febrero. Fuentes: Datastream y BBVA Research

Figura 5.2
Mercados bursátiles (BOVESPA), diferenciales de deuda (EMBI +) y tipo de cambio (USD/BRL). Variaciones en los últimos tres meses (%)*



* Economías emergentes seleccionadas: Colombia, México, China, Rusia, Turquía y Sudáfrica. Variaciones calculadas entre el 26 de febrero de 2016 y el 26 de noviembre de 2015. Fuentes: Datastream y BBVA Research

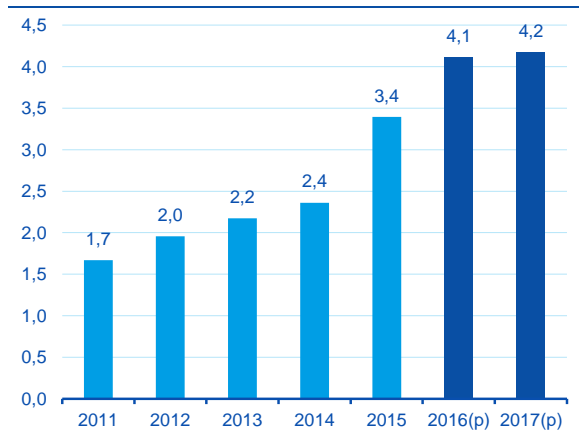
Es probable que el tipo de cambio siga depreciándose en el futuro

Tras depreciarse aproximadamente un 6% en los tres últimos meses, el real brasileño (BRL) ha acumulado una depreciación del 38% en los últimos 12 meses y un 70% en los últimos 24 meses. Se prevé que la tendencia a la depreciación seguirá a lo largo de 2016 y 2017, aunque a un ritmo más suave que en el pasado reciente. Para ser más precisos, prevemos que el real convergerá en torno a 4,15 reales por dólar a finales de 2016 y a 4,20 a finales de 2017. De media, será un 21% más débil en 2016 que en 2015 y se mantendrá prácticamente sin cambios en 2017 (Figura 5.3).

En nuestra opinión, el agravamiento previsto tanto en la crisis económica como en la política, especialmente en 2016, será el detonante de una depreciación adicional del real. El hecho de que las tensiones financieras de los mercados globales probablemente sigan en niveles relativamente altos también apoya nuestras expectativas de una depreciación adicional de la moneda brasileña. Por otra parte, la estabilidad y quizá incluso un ligero repunte de los precios de las materias primas, así como la rápida reducción del déficit por cuenta corriente deberían ayudar a que el real no se deprecie en 2016 y 2017 de forma tan notable como lo hizo en 2015.

Figura 5.3

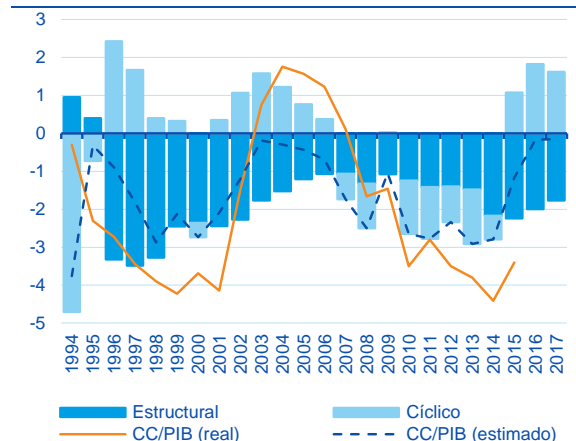
Tipo de cambio (media anual, reales brasileños por dólar estadounidense)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Figura 5.4

Déficit por cuenta corriente e importancia de los factores cíclicos y estructurales en su dinámica (% del PIB)



Fuentes: BCB y BBVA Research

Una moneda más débil y una contracción de la demanda interna seguirán determinando una reducción (cíclica) del déficit por cuenta corriente

El déficit por cuenta corriente en 12 meses llegó a 52.000 millones de USD en enero, la mitad de la cifra registrada en diciembre de 2014, cuando llegó a su nivel máximo. El 53% de esta caída se explica por la mejora de la balanza comercial, que pasó de un déficit de 6.700 millones de USD a finales de 2014 a un superávit de 21.200 millones de USD en 2015 (debido en gran parte a la caída de las importaciones). El 25% de la reducción del déficit por cuenta corriente anual se debe a una reducción en el déficit de la cuenta de servicios, especialmente a causa de la caída de los gastos en viajes. Por último, el 22% de la reciente corrección del déficit por cuenta corriente es consecuencia de una caída del déficit de la cuenta de ingresos.

En términos de PIB, el déficit por cuenta corriente anual cayó del 4,3% en diciembre de 2014 al 2,9% en enero. Es importante observar que la fuerte contracción del PIB medida en dólares impidió una caída más significativa del déficit por cuenta corriente sobre PIB en el periodo.

Como los principales determinantes de que el ajuste del déficit por cuenta corriente se haya efectuado antes de lo que se anticipaba (es decir, la depreciación del tipo de cambio y sobre todo el debilitamiento de la demanda interna) probablemente van a seguir jugando un papel importante en el ajuste externo, también es probable que el déficit por cuenta corriente caiga aún más en los próximos años. Más concretamente, esperamos que el déficit por cuenta corriente se sitúe aproximadamente en 41.00 millones de USD (2,7% del PIB) a finales de 2016 y en 18.200 millones de USD (1,1% del PIB) a finales de 2017. Sin embargo, nuestros modelos indican que la corrección del déficit por cuenta corriente a la baja es un fenómeno cíclico más que estructural, lo que significa que probablemente repuntará cuando el país comience a crecer de nuevo de forma más significativa (Figura 5.4).

La inversión extranjera directa (IED) en el país ha mostrado solidez. Cayó de 96.900 millones de USD (4,0% del PIB) a finales de 2014 a 74.800 millones de USD (4,3% del PIB) en enero de 2016, pero a un ritmo mucho más lento que el déficit por cuenta corriente. Como consecuencia, los flujos de inversión extranjera directa superan actualmente las necesidades de financiación externa del país, lo que reduce su exposición a flujos de capitales a corto plazo (desde junio de 2015, se han producido salidas de capitales de cartera cada mes, con la excepción de noviembre).

Prevedemos que los flujos de inversión extranjera sigan tendiendo a la baja, pero lo más probable es que continúen por encima del déficit por cuenta corriente.

Por último, aunque en general el sector corporativo no financiero ha podido manejar los costes relacionados con el impacto de la depreciación del tipo de cambio en su deuda externa, que según el BCB representa aproximadamente el 19% del PIB y se concentra en gran medida en el largo plazo, es un asunto que debemos seguir supervisando, pues existe el riesgo de que pueda afectar más al sector privado de cara al futuro.

6 Tabla de previsiones

Tabla 6.1

Previsiones macroeconómicas

	2014	2015	2016	2017
Crecimiento del PIB (% a/a)	0,1	-3,8	-3,0	1,3
Inflación (% a/a, fdp)	6,4	10,7	6,8	4,5
Tipo de cambio (BR/USD, fdp)	2,66	3,96	4,15	4,20
Tipo de interés, SELIC (% fdp)	11,75	14,25	14,25	11,50
Consumo privado (% a/a)	1,3	-3,9	-2,5	0,5
Consumo público (% a/a)	1,2	-0,4	-0,1	0,0
Inversión (% a/a)	-4,5	-13,7	-12,2	3,2
Exportaciones (% a/a)	-1,1	7,2	2,7	5,1
Importaciones (% a/a)	-1,0	-13,6	-10,2	2,4
Saldo fiscal (% PIB)	-6,1	-10,2	-8,7	-7,6
Cuenta corriente (% PIB)	-4,3	-3,4	-2,7	-1,1

Fuente: BBVA Research

AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

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

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Alfonso Ugarte
alfonso.ugarte@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspenas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research

Calle Azul, 4
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas
28050 Madrid (España)
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00
Fax: +34 91 374 30 25
bbvaresearch@bbva.com
www.bbvaresearch.com