

Situación Brasil

3er TRIMESTRE 2017



Brasil: las tensiones políticas amenazan a la recuperación económica

- 1. Revisamos a la baja nuestras previsiones del PIB hasta el 0,6% en 2017 y el 1,5% en 2018, en ambos años 0.3 p.p. por debajo de nuestras previsiones anteriores.** Esta revisión a la baja en gran parte al repunte de las tensiones políticas, en un entorno marcado por las dudas sobre la permanencia en el gobierno del presidente Temer. La mayor incertidumbre política ralentizará la recuperación de las inversiones y, además, podrá impedir la aprobación de la indispensable reforma de la seguridad social en el corto plazo.
- 2. Asimismo, la economía debe continuar recuperándose de manera tímida, dejando atrás la recesión.** Entre otros factores, la economía se verá estimulada por la reducción de los tipos de interés, permitida por la fuerte desaceleración de la inflación, que debe cerrar 2017 en 3,7% y 2018 en 4,3%.
- 3. El tono expansivo de la política monetaria contrastará con el tono contractivo de la política fiscal.** A pesar de los ajustes fiscales realizados la deuda pública seguirá aumentando, alcanzando alrededor de 87% en cuatro años. La no aprobación de una ambiciosa reforma de la seguridad social en los próximos años generaría un deterioro adicional de las perspectivas de la deuda pública.



GLOBAL

Crecimiento estable en
2017-18, pero con riesgos
aún a la baja



La dinámica global se mantiene positiva

Crecimiento mundial empujado por China

Signos de estabilización del crecimiento global

Algo de reequilibrio de EEUU hacia Europa

Tanto en la macro como en la política

Inflación baja en países desarrollados

Moderación salarial y corrección de precio de las materias primas

Bancos Centrales en países desarrollados hacia una normalización gradual

Retirada de liquidez y aumento de tipos de interés

Mercados financieros complacientes

Baja volatilidad favorece la toma de riesgos

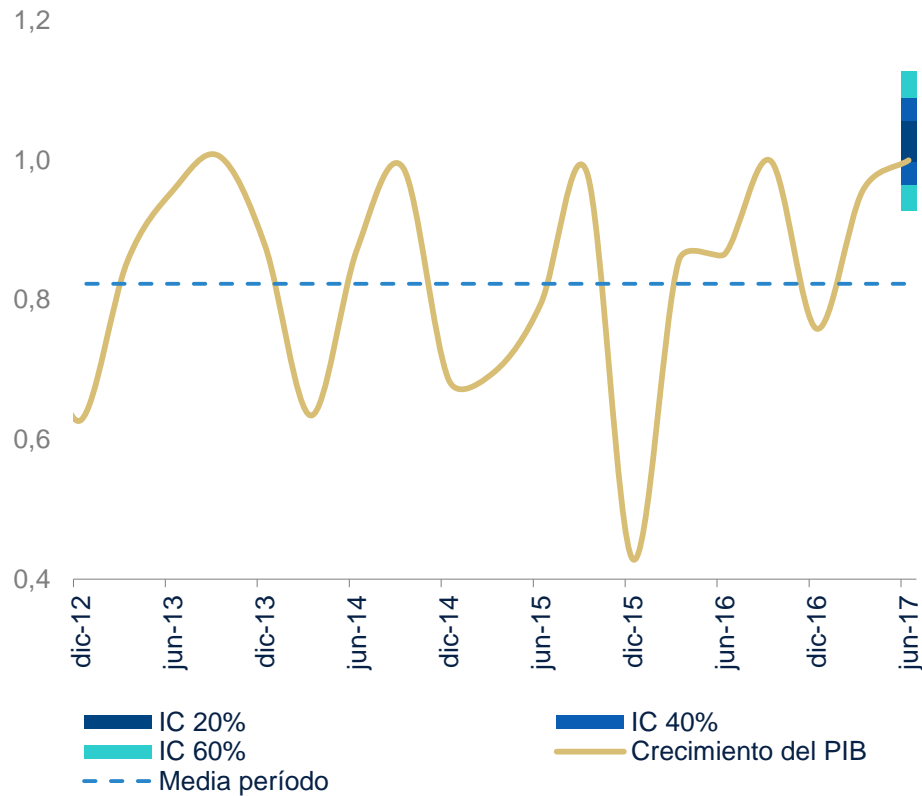
Riesgos

Disminuyen en Europa, pero se acumulan en China

Crecimiento global tiende a estabilizarse

Crecimiento del PIB mundial

Previsiones basadas en BBVA-GAIN (% t/t)



- ◆ Los indicadores de confianza están en niveles muy elevados, muy por encima de los indicadores de actividad real
- ◆ Fuerte crecimiento en China y Asia emergente, impulsados por políticas expansivas...
- ◆ ... han apoyado la recuperación del comercio y la inversión en los últimos trimestres

Las tensiones financieras se mantienen reducidas

Índice de tensiones financieras BBVA

(Índice normalizado)



- ◆ La volatilidad se ha reducido a niveles muy bajos a pesar de la incertidumbre sobre la política económica.
- ◆ La excepción en Latam fue Brasil, ante el fuerte aumento del ruido político
- ◆ La reversión de las expectativas de aumento de la inflación en EEUU han mantenido bajos los tipos de interés de largo plazo
- ◆ Se han mantenido los flujos de capitales a economías emergentes.
- ◆ Riesgo de complacencia en los mercados de capitales

Los bancos centrales empiezan a normalizar sus políticas

Global

- ◆ **Comunicación más restrictiva** de los bancos centrales, apuntando más claramente a la normalización (excepto en Japón)
- ◆ Más allá de la inflación, los Bancos Centrales se muestran cada vez más **preocupados por el impacto colateral de la abundante liquidez** (especialmente sobre el precio de los activos financieros)

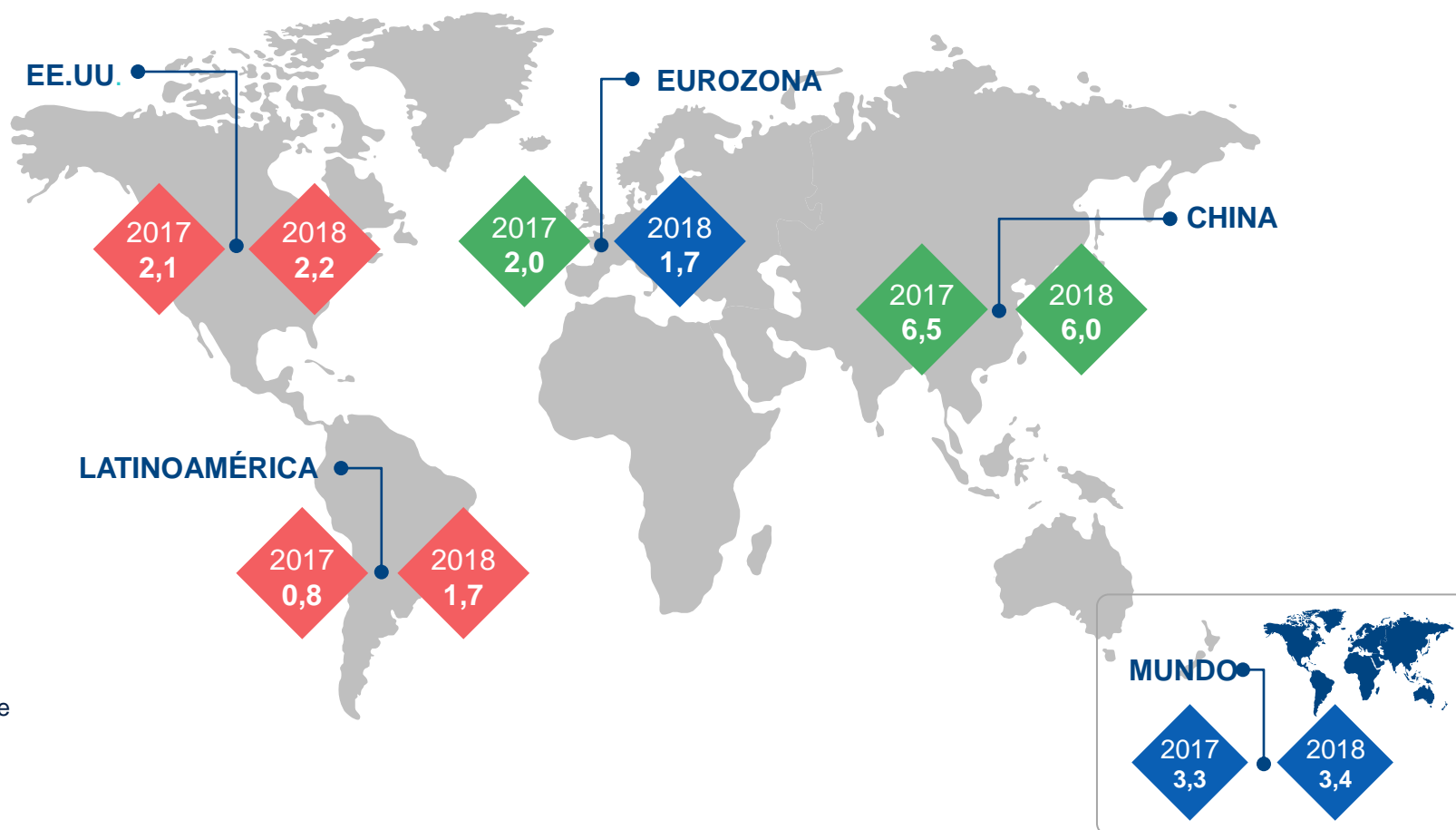
Fed

- ◆ La Fed espera **aumentar sus tipos de interés 25 pb adicionales** en 2017 y **empezar a reducir su balance** antes del final de este año...
- ◆ ... pero **los mercados descuentan una normalización más lenta**

BCE

- ◆ Ha tomado los **primeros pasos en el proceso de normalización**, cambiando su **comunicación**, pero de forma cauta.
- ◆ La **reducción de la compra de bonos** se anunciaría después del verano. **Subida de tipos de interés** hacia finales de 2018

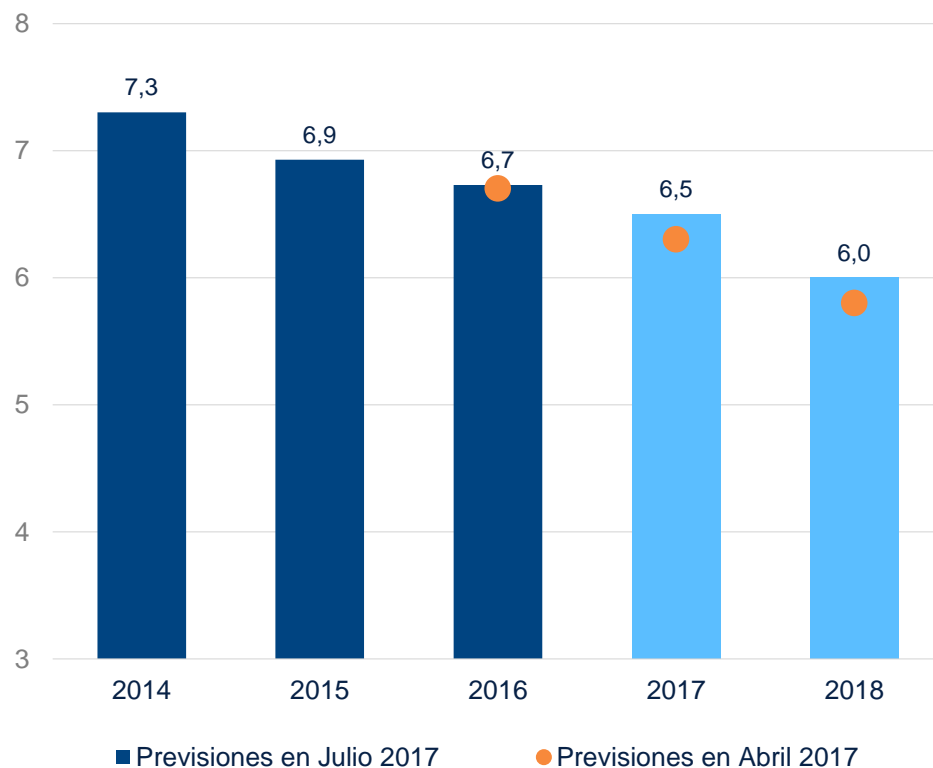
Revisión al alza del crecimiento en Europa y China, a la baja en EEUU y América Latina



China: los impulsos de política dan fruto en el corto plazo

Crecimiento del PIB

(a/a, %)

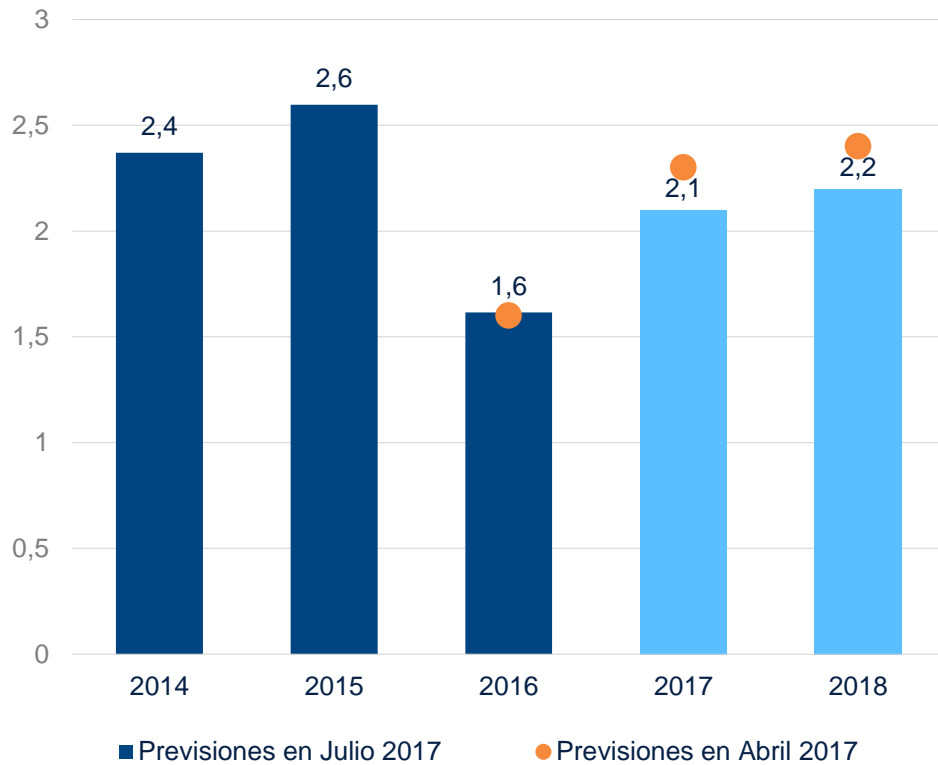


- ◆ Revisamos al alza nuestra previsión de crecimiento para 2017 y 2018, gracias a los datos recientes y el impulso fiscal. Desaceleración gradual en marcha, menos rápida de lo anticipado.
- ◆ Política monetaria prudente, política fiscal sigue apoyando el crecimiento.
- ◆ Riesgos a medio plazo siguen aumentando:
 - Lento proceso de reequilibrio hacia servicios y consumo
 - Siguen acumulándose las fragilidades financieras por una recuperación basada en el aumento del endeudamiento de los agentes y favoreciendo la banca a la sombra

EE.UU.: el impulso fiscal no se materializa

Crecimiento del PIB

(a/a, %)

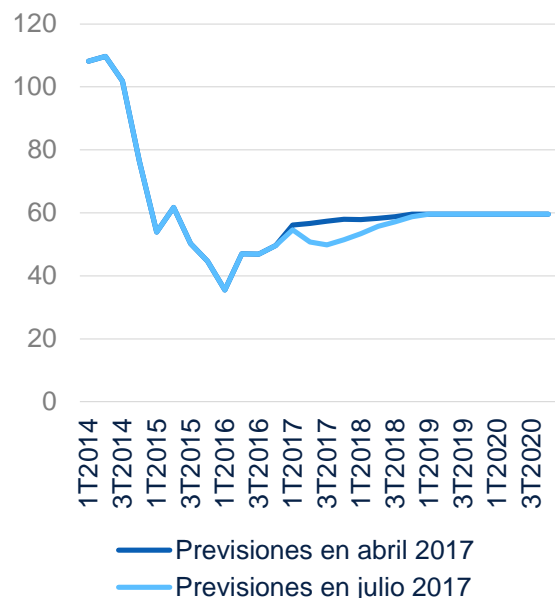


- ◆ **Revisión a la baja del crecimiento.** Medidas de estímulo probablemente no se implementen en el corto plazo
- ◆ **Fed: mercado laboral robusto y convergencia de la inflación al 2%** justifican la normalización
- ◆ **Disminuyen los riesgos ligados al proteccionismo,** pero se mantiene la incertidumbre sobre la política económica

Ajuste de la previsión de precios de materias primas en 2017-18, por preocupaciones sobre la fortaleza de la oferta

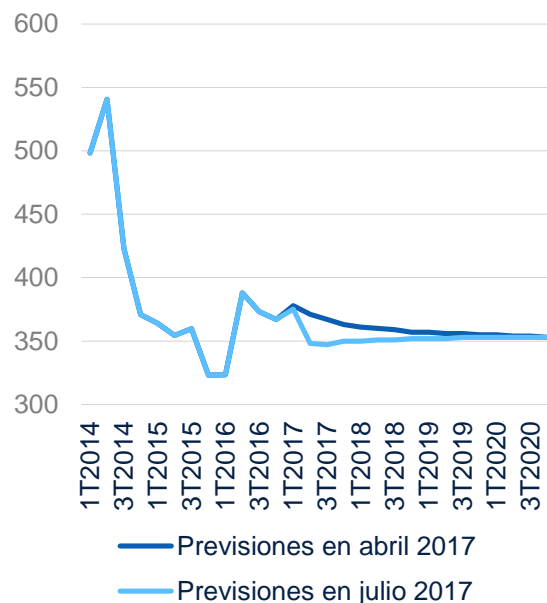
PETRÓLEO BRENT

(USD/B)



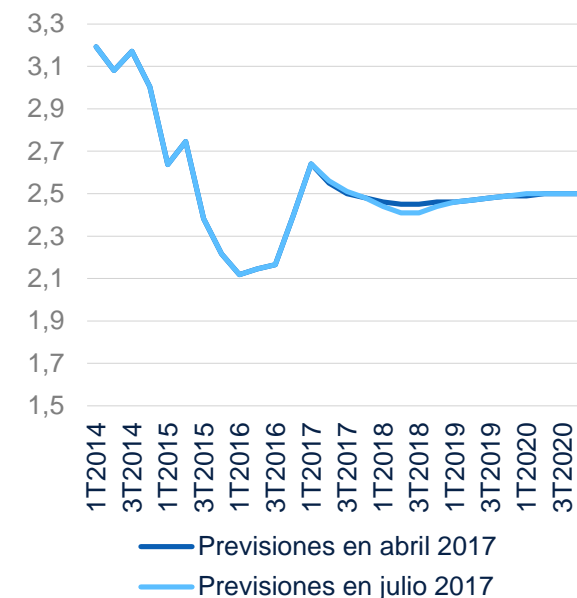
SOJA

(USD/tm)



COBRE

(USD/lb)



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

El precio del petróleo lastrado por la fortaleza de la producción y de los inventarios. Se mantiene la expectativas de precios en 60 UUS/barril en el largo plazo, ante la disminución de la inversión en exploración.

Fortaleza de la oferta también afecta a los precios de la soja y cobre en el corto plazo. Sin cambios relevantes en la visión de precios de largo plazo para las materias primas.

Los riesgos globales principales para Latam se centran en las políticas de EEUU y el reequilibrio en China

1



Incertidumbres todavía asociadas a las **medidas que se aprueben en EEUU**, aunque disminuye el riesgo de proteccionismo

2



Los estímulos de política para apuntalar la fortaleza reciente de la inversión en **China** continúan acumulando los desequilibrios y fragilidades financieras

3



Se reducen los riesgos de carácter político en **Europa**, pero se mantienen alrededor de las negociaciones del Brexit, la gestión de algunos problemas bancarios y las elecciones en Italia.

4



Riesgos asociados a la **normalización de la política monetaria**, especialmente en EEUU, dada la divergencia con las expectativas del mercado.

BRASIL

Las tensiones políticas
amenazan a la
recuperación económica

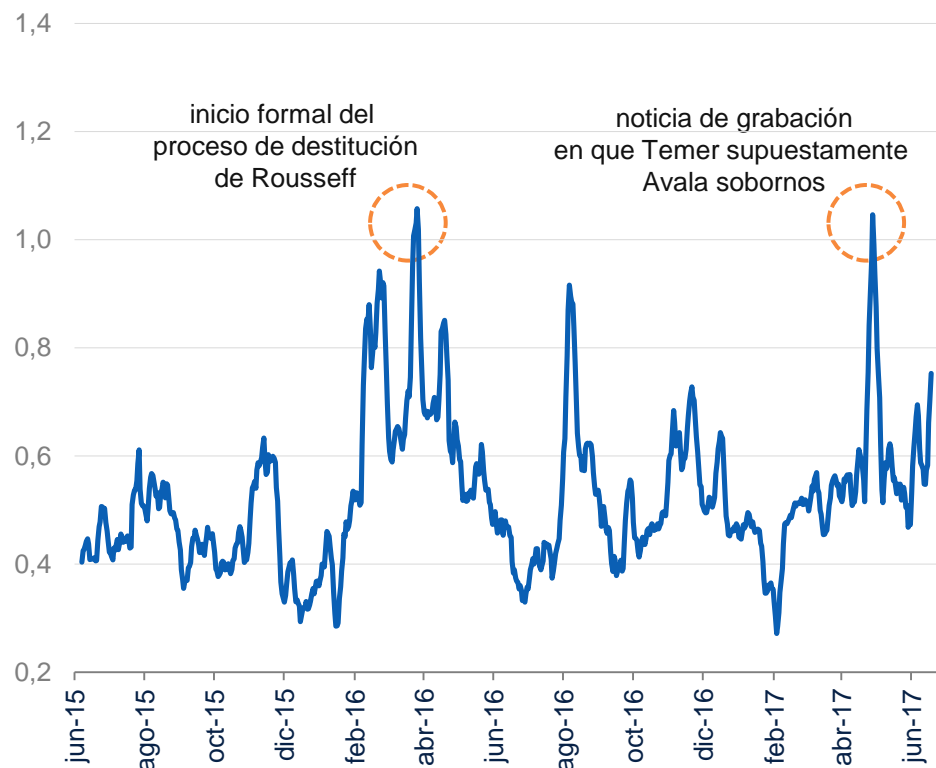


Nuevo repunte de las tensiones políticas

- ◆ La divulgación en mayo de una grabación en la que el actual presidente Temer supuestamente avala el pago de sobornos ha generado un nuevo repunte de las tensiones políticas.
- ◆ La incertidumbre ha alcanzado una vez más niveles excepcionalmente altos.
- ◆ Temer, o quien eventualmente le reemplace hasta las elecciones del 4T18, difícilmente tendrá el respaldo para hacer avanzar las reformas económicas. Así, no esperamos la aprobación de una reforma de la seguridad social ambiciosa en 2017-18.

Índice de tensiones políticas en Brasil de BBVA Research*

(media móvil de los últimos siete días)

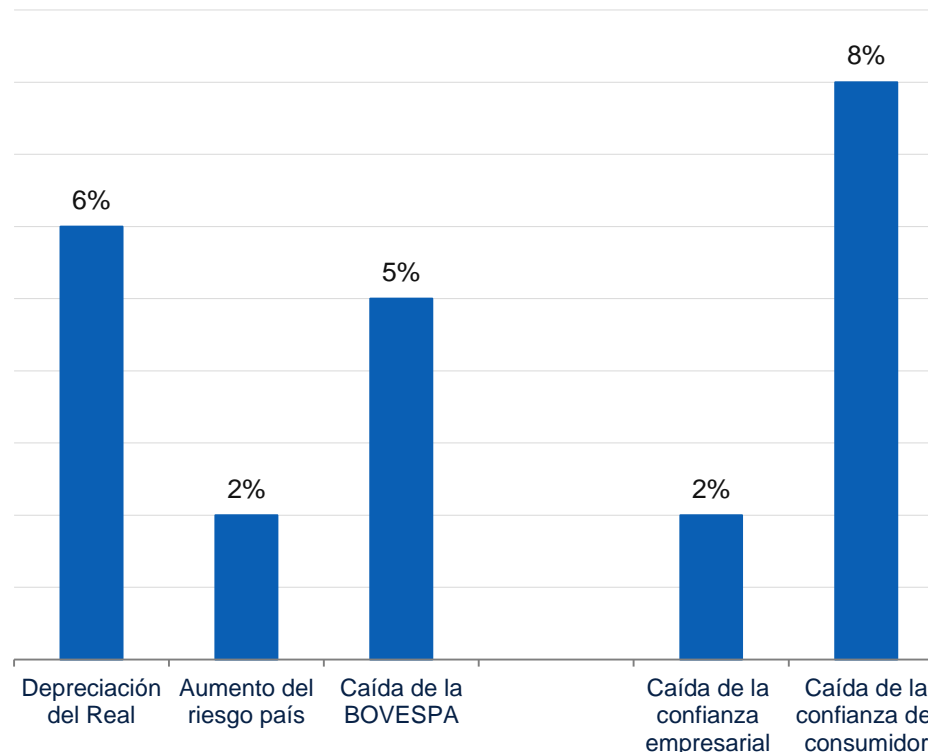


El aumento del ruido político ha tenido hasta el momento efectos negativos, pero acotados sobre la economía

- ◆ El aumento del ruido político ha provocado caídas en la confianza y en el precio de los activos locales.
- ◆ Los ajustes han sido pequeños dada la magnitud del aumento en la incertidumbre. En parte esto se debe a la percepción de que en cualquier caso la gestión económica no cambiará.
- ◆ Este relativo desacople entre la economía y la política no es sostenible: o se reducen las tensiones políticas o -lo que es más probable- la economía será afectada de manera significativa.

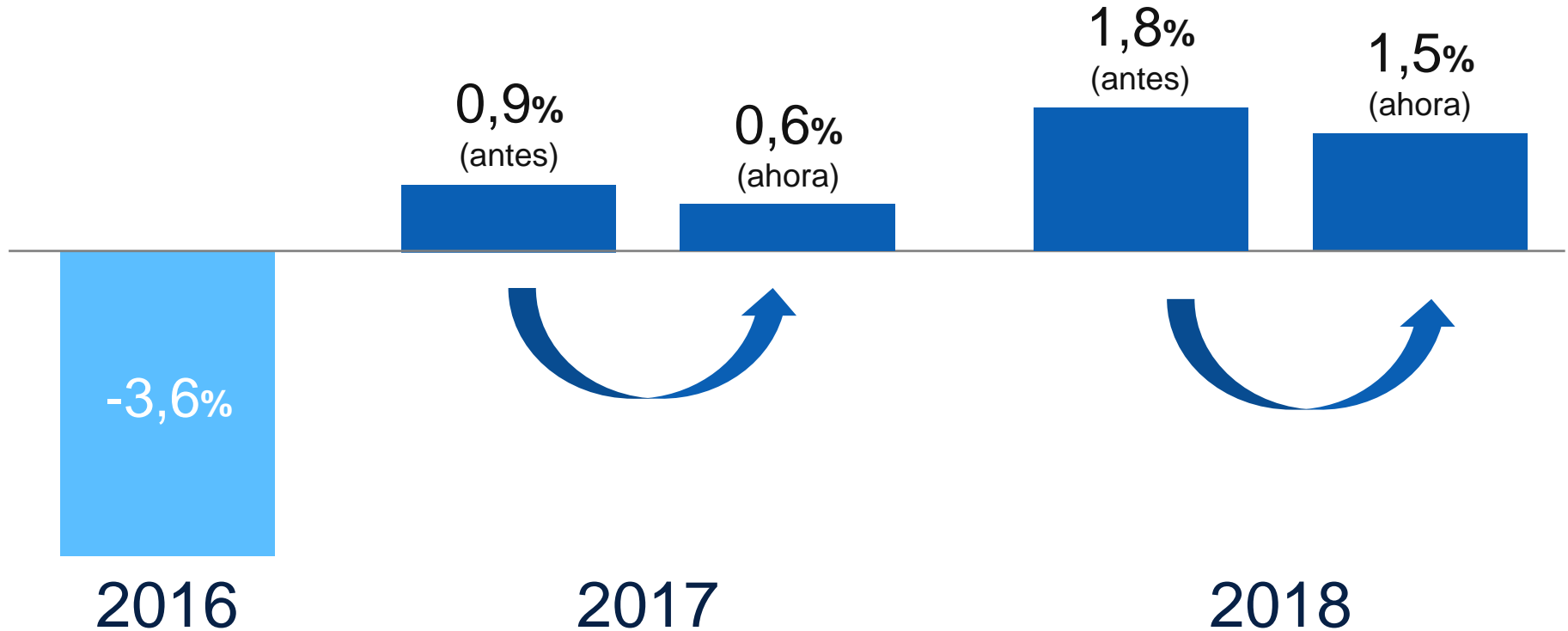
Variables financieras seleccionadas y confianza*

(variación porcentual desde el día de antes de la noticia sobre la grabación de Temer hasta el 19 de julio)



Fuente: BBVA Research y BCB. *Variación porcentual acumulada desde el día de antes de la noticia sobre la grabación en que Temer supuestamente avala el pago de sobornos (17 de mayo de 2017). Los datos de confianza reflejan la variación acumulada entre abril y junio.

Incorporamos un mayor nivel de ruido político al escenario para Brasil; por esto rebajamos nuestras previsiones de crecimiento



Como estimamos que el ruido político permanecerá en niveles más elevados durante más tiempo (lo que impedirá la aprobación de una reforma de la seguridad social ambiciosa en 2017-18), revisamos a la baja nuestras previsiones para el PIB.

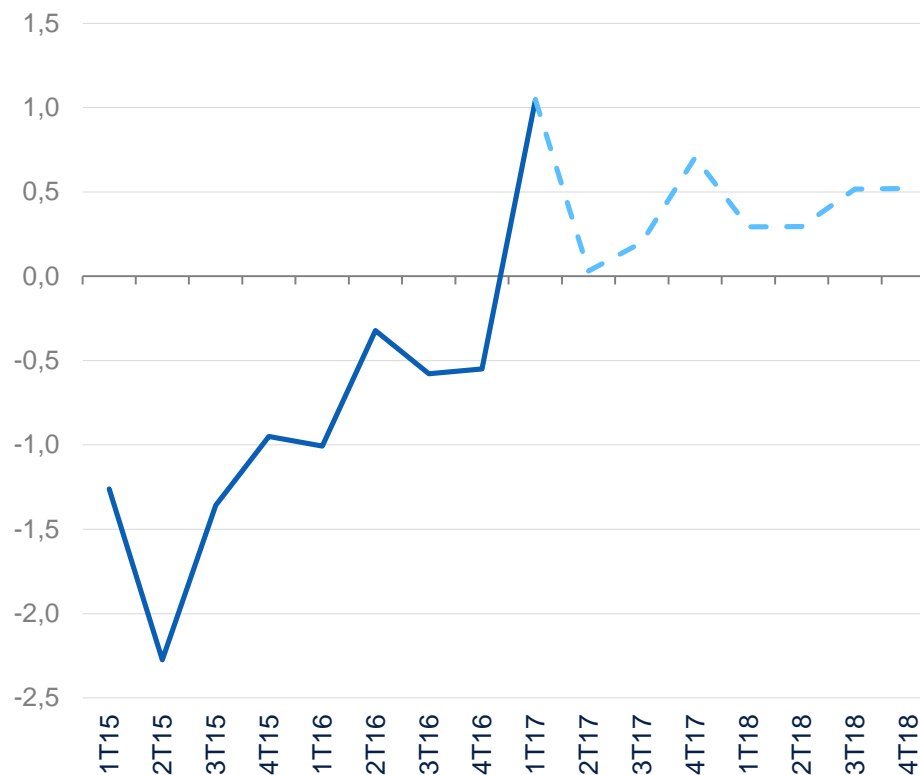
Las previsiones más bajas reflejan también el impacto de la revisión a la baja en nuestras previsiones de materias primas (en gran parte debido a mejores perspectivas sobre su oferta).

Seguimos esperando una tímida recuperación de la economía

- ◆ En el 1T17 el PIB creció después de contraerse durante ocho trimestres consecutivos. El crecimiento en el período (1,1% t/t) superó lo previsto.
- ◆ A pesar de la mayor incertidumbre (y de las señales de un crecimiento más débil en el 2T17), una serie de factores debe favorecer a una recuperación cíclica: caída de la inflación, tono expansivo de la política monetaria, evolución de las exportaciones, etc.
- ◆ **Tan sólo se podrá hablar de recuperación sólida y duradera después de que las tensiones políticas se moderen de manera significativa.**

Evolución trimestral del PIB

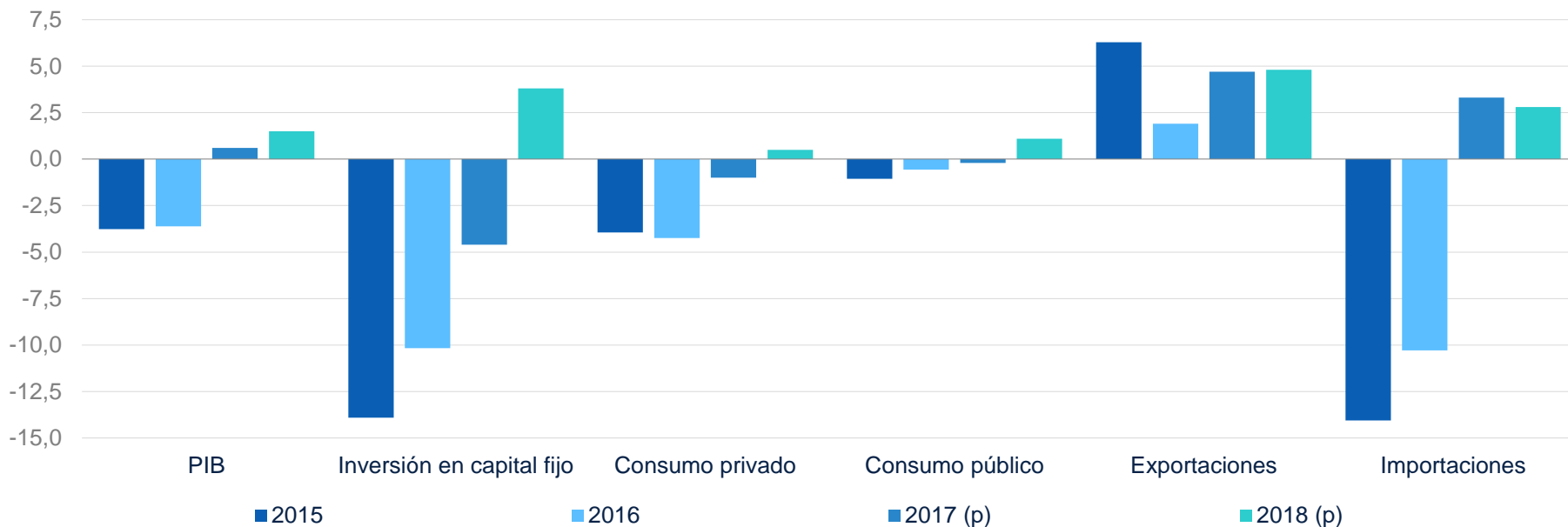
(% t/t)



La recuperación se apoyará en las exportaciones y en la estabilización de la demanda interna en el 2018

Crecimiento del PIB y de sus componentes*

(%)



Fuente: BBVA Research e IBGE. * (p) = previsiones

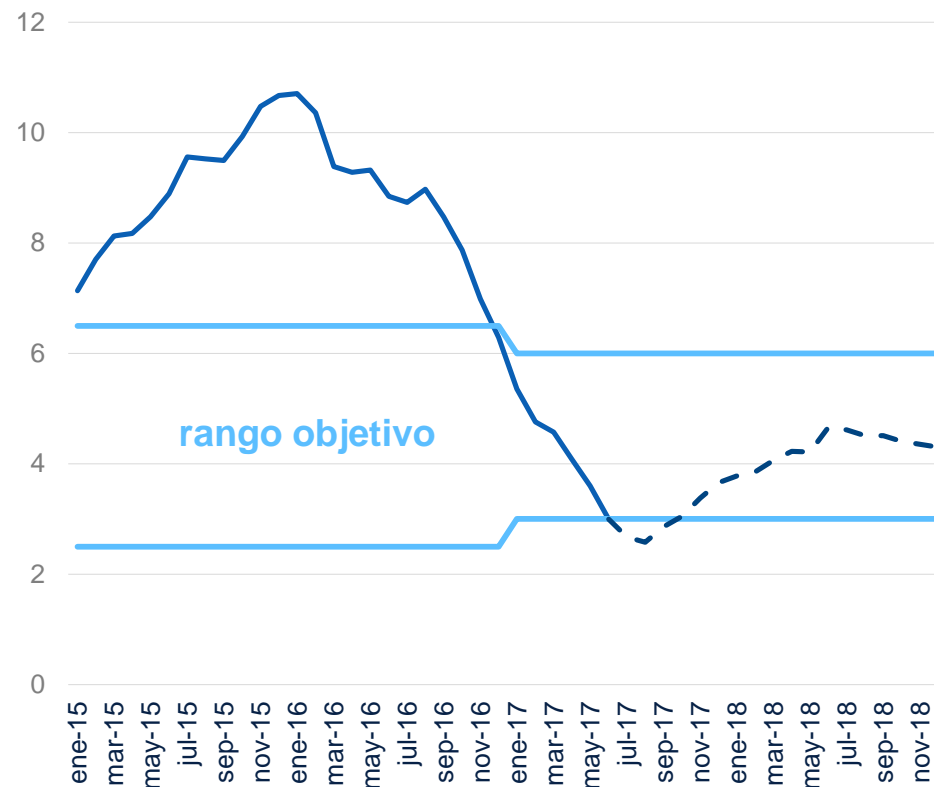
Las exportaciones deben continuar contribuyendo al crecimiento, debido a un cambio relativamente favorable, mayores términos de intercambio que en los años anteriores, mayor demanda externa, recuperación de Argentina, etc.

El aumento del ruido político pospondrá la recuperación de la inversión, que ahora se espera empiece solo en el 2018. A pesar de la menor inflación, el consumo privado debe contribuir positivamente al PIB sólo el próximo año, cuando se espera que el mercado laboral se estabilice

Uno de los principales determinantes de la recuperación será el fuerte y todavía inacabado proceso de reducción de la inflación

- ◆ La inflación ha bajado desde casi el 11,0% al inicio de 2016 hasta el 3,0% en julio.
- ◆ En los próximos meses la inflación estará por debajo del rango meta.
- ◆ Preveemos que cierre 2017 en 3,7% y 2018 en 4,3% (0,6 p.p. y 0,2 p.p. por debajo de nuestras previsiones anteriores).
- ◆ **Dinámica favorable de los precios determinada por varios factores:**
 - debilidad de la demanda interna
 - relativa estabilidad del tipo de cambio
 - precios de los alimentos (shock de oferta favorable)
 - mayor credibilidad de la política monetaria

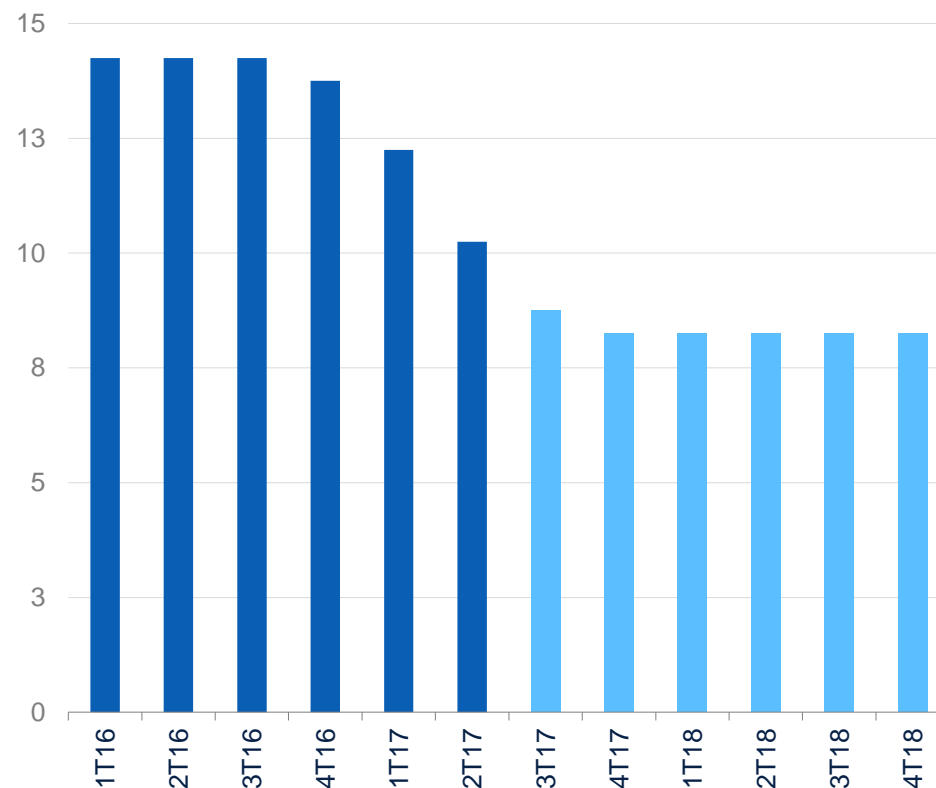
Inflación
(IPCA; % a/a)



A pesar de la mayor incertidumbre, la caída de la inflación crea margen para reducciones adicionales de los tipos de interés

- ◆ La Selic alcanzó 10,25% tras dos recortes de 100 p.b. en las últimas reuniones de política monetaria.
- ◆ El aumento de la incertidumbre y las dudas sobre el avance de la reforma de la seguridad social pueden hacer que el BCB sea más conservador en el futuro y anuncie recortes más moderados.
- ◆ En todo caso, la fuerte caída de la inflación y el anclaje de las expectativas significa que la política monetaria se hará más laxa en los próximos meses.
- ◆ **Seguimos esperando que la Selic alcance el 8,25% en el 4T17 y que se mantenga en dicho nivel durante un largo período.**

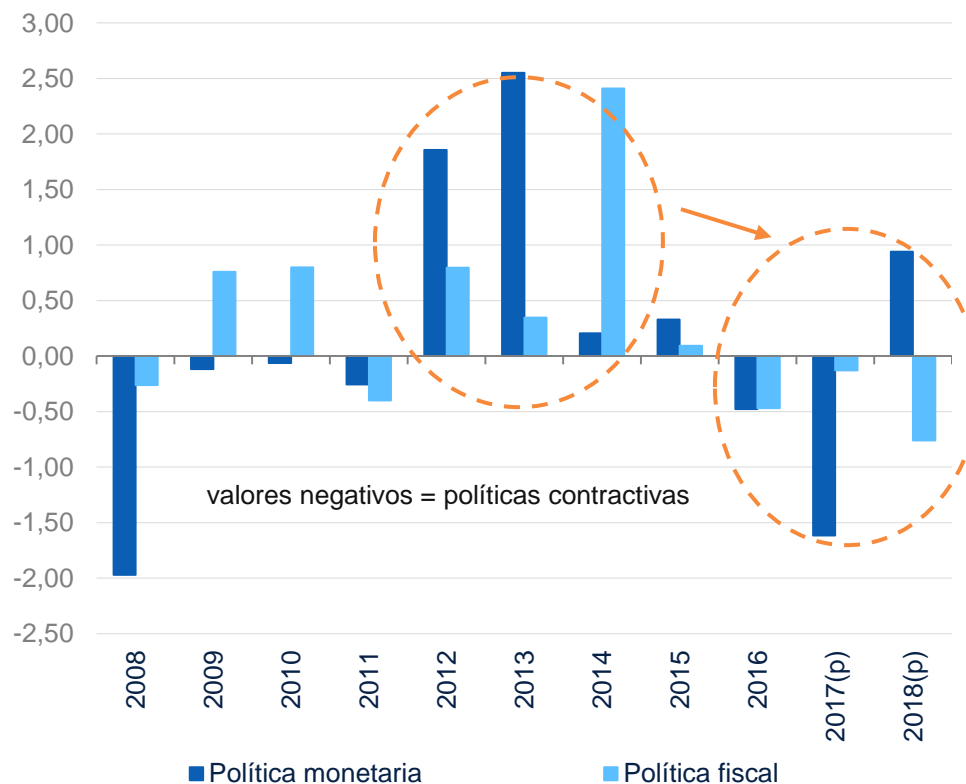
Tipos de interés de referencia: SELIC
(%)



El estímulo a la actividad económica provendrá de la política monetaria, no de la política fiscal

- ◆ Los recortes de los tipos Selic significan que la política monetaria pasará a tener un tono expansivo a partir de ahora.
- ◆ Tras las graves distorsiones fiscales generadas en 2012-2014, el gobierno ha sido forzado a controlar sus gastos e incluso a oficialmente impedir su crecimiento en términos reales.
- ◆ Además, es probable que ahora tenga que aumentar los impuestos para cumplir los objetivos fiscales (déficits primarios de 2,3% del PIB en 2017 y de 1,9% del PIB en el 2018).
- ◆ **No existe actualmente margen para una política fiscal contraccíclica.**

Tono de la políticas monetaria y fiscal*

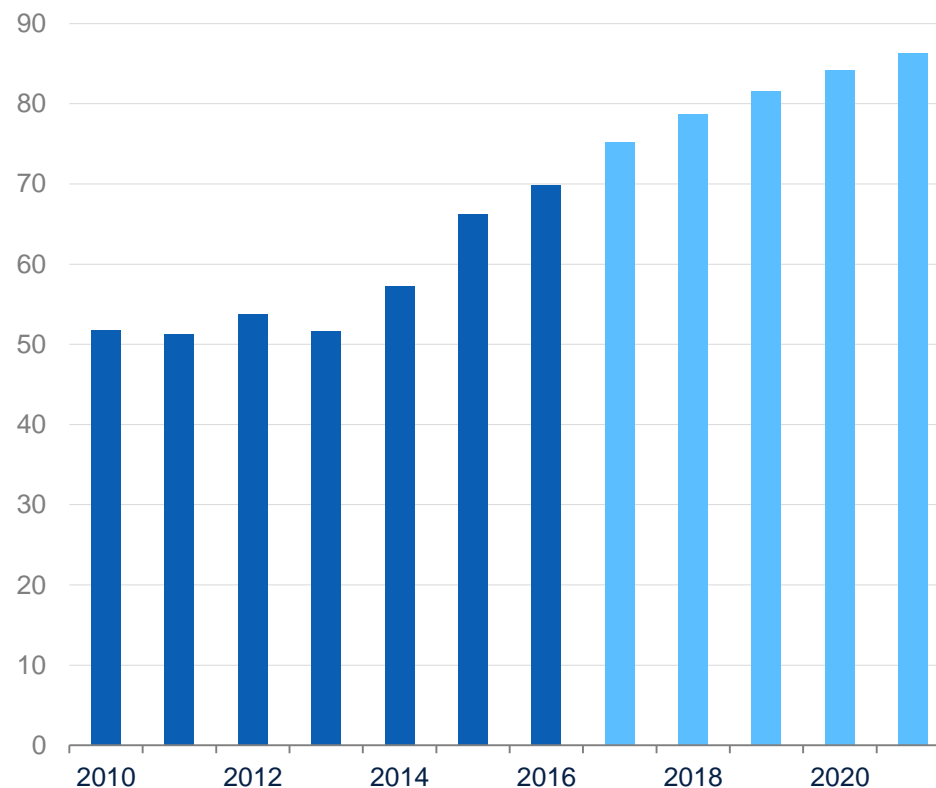


Fuente: BBVA Research y FMI. * Tono de la política monetaria: promedio del año, calculado como la diferencia entre la tasa de interés real de equilibrio y la tasa de interés real efectiva. Tono de la política fiscal: variación del saldo primario ajustado por el ciclo y en términos del PIB potencial (con signo invertido)

El problema fiscal: la deuda pública va a continuar aumentando significativamente en los próximos años

- ◆ El bajo crecimiento y la dificultad para hacer ajustes fiscales adicionales significan que el deterioro de las cuentas públicas continuará en los próximos años.
- ◆ El cumplimiento de la ya aprobada ley que impone un techo al gasto público y una eventual reforma de la seguridad social crearían las condiciones para la moderación de la deuda pública a partir de 2021-22, cuando alcanzaría alrededor de 87%.
- ◆ Si una reforma de la seguridad social ambiciosa no es aprobada en los próximos años (no esperamos que lo sea en 2017-18), el deterioro de la deuda continuaría más allá del 2021-22.

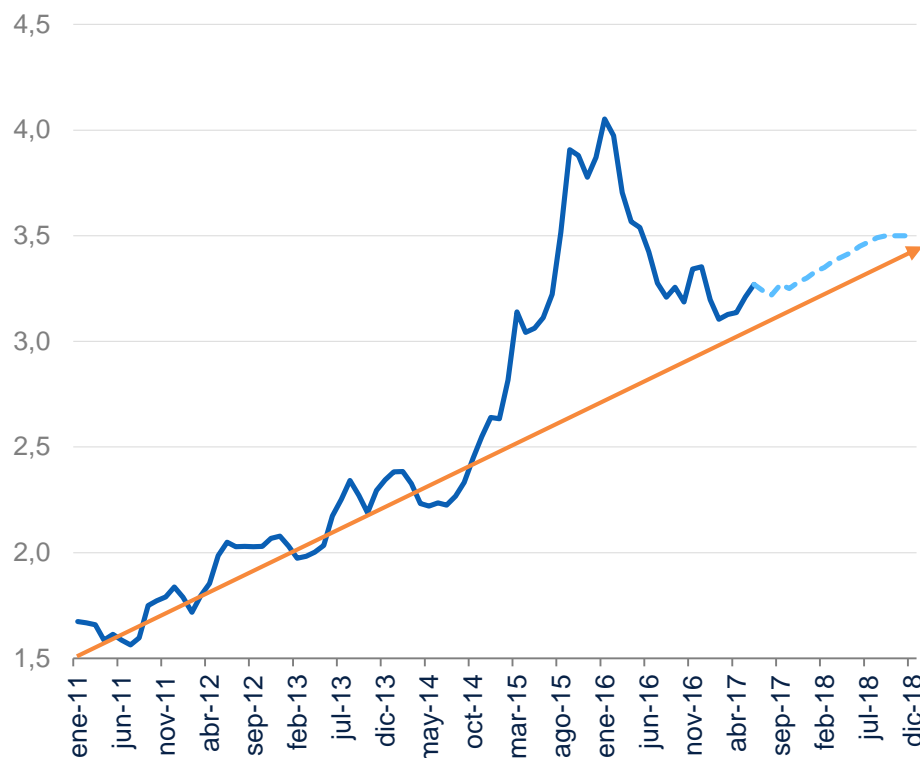
Deuda pública bruta (% del PIB)



El tipo de cambio muestra fuerza ante las turbulencias, pero debe debilitarse hacia adelante

- ◆ Tras perder 7% y alcanzar 3,32 el día que se reveló la existencia de una grabación supuestamente incriminando al presidente Temer, el real brasileño (BRL) se apreció gradualmente hasta alcanzar 3,17, un nivel relativamente apreciado.
- ◆ El nivel de ruido político, el aumento del riesgo fiscal y la reducción de la brecha entre los tipos de interés locales y los externos apoyan la visión de que el BRL tenderá a depreciarse en los próximos meses.
- ◆ **Prevedemos que el BRL alcance el 3,30 al cierre de este año y 3,50 al cierre de 2018.**

Tipo de cambio nominal
(BRL / USD)

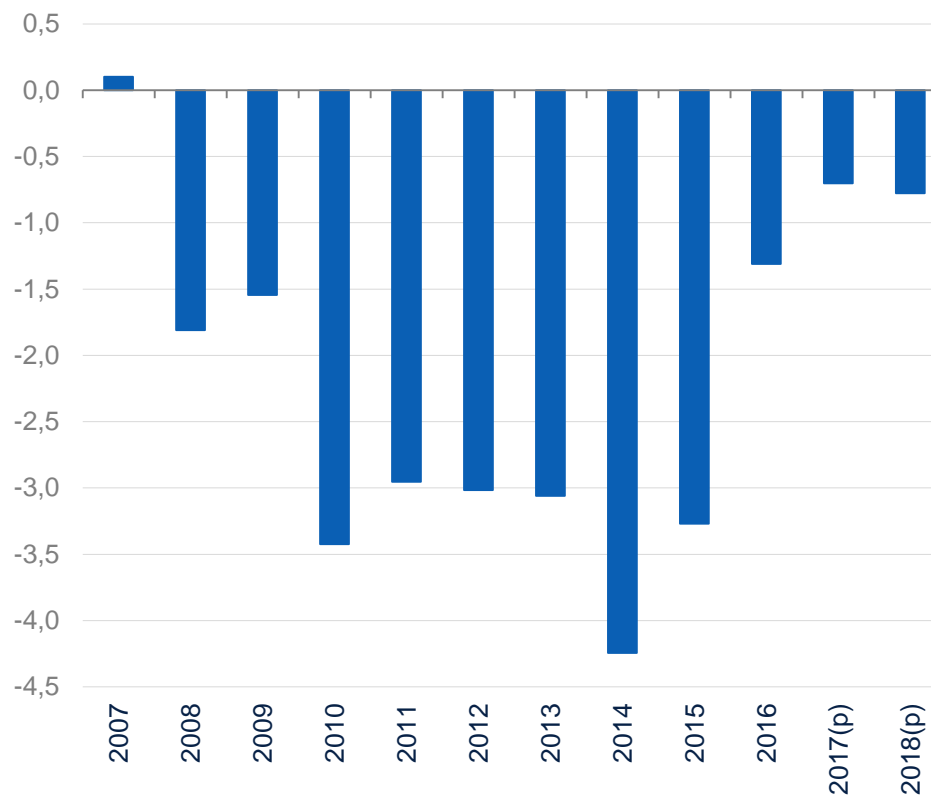


Déficits en cuenta corriente bajo control

- ◆ Tras una reducción del déficit en cuenta corriente desde más de 4% del PIB en 2014 a cerca de 1% del PIB, se puede decir que el ajuste externo ha llegado prácticamente a su fin.
- ◆ Tanto en 2017 como en 2018 el déficit externo debe estar ligeramente por debajo de 1%.
- ◆ Mientras las importaciones de bienes y servicios se recuperarán ligeramente tras una caída de más de 40% en los años anteriores, las exportaciones se mantendrán relativamente dinámicas.

Cuenta corriente

(% del PIB)



Brasil: las tensiones políticas amenazan a la recuperación económica

- 1. Revisamos a la baja nuestras previsiones del PIB hasta el 0,6% en 2017 y el 1,5% en 2018, en ambos años 0.3 p.p. por debajo de nuestras previsiones anteriores.** Esta revisión a la baja en gran parte al repunte de las tensiones políticas, en un entorno marcado por las dudas sobre la permanencia en el gobierno del presidente Temer. La mayor incertidumbre política ralentizará la recuperación de las inversiones y, además, podrá impedir la aprobación de la indispensable reforma de la seguridad social en el corto plazo.
- 2. Asimismo, la economía debe continuar recuperándose de manera tímida, dejando atrás la recesión.** Entre otros factores, la economía se verá estimulada por la reducción de los tipos de interés, permitida por la fuerte desaceleración de la inflación, que debe cerrar 2017 en 3,7% y 2018 en 4,3%.
- 3. El tono expansivo de la política monetaria contrastará con el tono contractivo de la política fiscal.** A pesar de los ajustes fiscales realizados la deuda pública seguirá aumentando, alcanzando alrededor de 87% en cuatro años. La no aprobación de una ambiciosa reforma de la seguridad social en los próximos años generaría un deterioro adicional de las perspectivas de la deuda pública.



PREVISIONES



Previsiones para Brasil

	2015	2016	2017p	2018p
PIB (%)	-3,8	-3,6	0,6	1,5
<i>Consumo privado (%)</i>	-3,9	-4,2	-1,0	0,5
<i>Consumo público (%)</i>	-1,1	-0,6	-0,2	1,1
<i>Inversión en capital fijo (%)</i>	-13,9	-10,2	-4,6	3,8
<i>Exportaciones (%)</i>	6,3	1,9	4,7	4,8
<i>Importaciones (%)</i>	-14,1	-10,3	3,3	2,8
Tasa de desempleo (promedio)	8,3	11,3	13,5	12,9
Inflación (fin de período, a/a %)	10,7	6,3	3,7	4,3
Tasa SELIC (fin de período, a/a %)	14,25	13,75	8,25	8,25
Tipo de cambio (fin de período)	3,87	3,35	3,30	3,50
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,3	-1,3	-0,7	-0,8
Resultado nominal del sector público (% del PIB)	-10,2	-9,0	-8,1	-7,3
Deuda bruta del sector público (% del PIB)	66,2	69,9	75,2	78,7