

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Brasil

3T18

Julio 2018

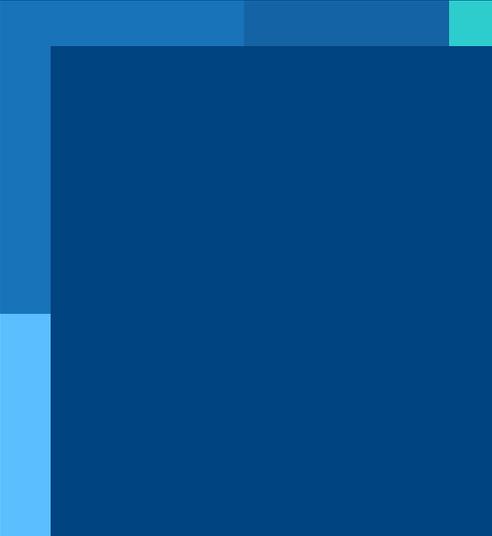
Creando Oportunidades

Mensajes clave

- **Aumentan las tensiones financieras en los mercados emergentes, incluyendo los brasileños**, en línea con el proceso de retirada de estímulos monetarios en Estados Unidos y las amenazas proteccionistas. A nivel local, han alimentado las tensiones la incertidumbre política y el embrollo fiscal. La relativa fortaleza de las cuentas externas brasileñas ha evitado que la situación se volviera aún más compleja.
- **Se deterioran las perspectivas de crecimiento: el proceso de recuperación será más gradual que lo anteriormente esperado.** La volatilidad financiera, los efectos negativos de la depreciación cambiaria sobre la inflación y sobre la capacidad de la política monetaria estimular a la economía, las dudas sobre si el próximo gobierno afrontará los problemas fiscales, las consecuencias del reciente paro camionero, entre otros factores, hacen más probable que el crecimiento en 2018 y 2019 sea, respectivamente, de 1,6% y 2,4%, en lugar de 2,1% y 3,0% como anteriormente se esperaba.

Índice

- 01** Entorno global: el crecimiento mundial continúa, pero se intensifican los riesgos
- 02** Brasil: se deterioran las perspectivas de crecimiento de la economía
- 03** Brasil: tabla de previsiones



01

**Entorno global:
el crecimiento mundial continúa, pero se
intensifican los riesgos**

El crecimiento global continúa, pero los riesgos se intensifican

01



El ritmo de expansión global se mantiene, pero menos sincronizado
El crecimiento es robusto en EE.UU. por el estímulo fiscal y estable en China, pero se reduce en Europa

02



Mayor proteccionismo

Por el momento, su impacto en el crecimiento es limitado, pero podría ser mayor si se implementaran las medidas en discusión

03



Aumento del precio del petróleo

Mayor inflación y lastre sobre el crecimiento en los países importadores de petróleo

04



Distinto ritmo de normalización monetaria en Europa y Estados Unidos

Fortalecimiento del dólar y endurecimiento de las condiciones financieras globales

05



Más volatilidad en los mercados emergentes

Mayores tensiones financieras por el aumento del coste de financiación y de las amenazas proteccionistas

06



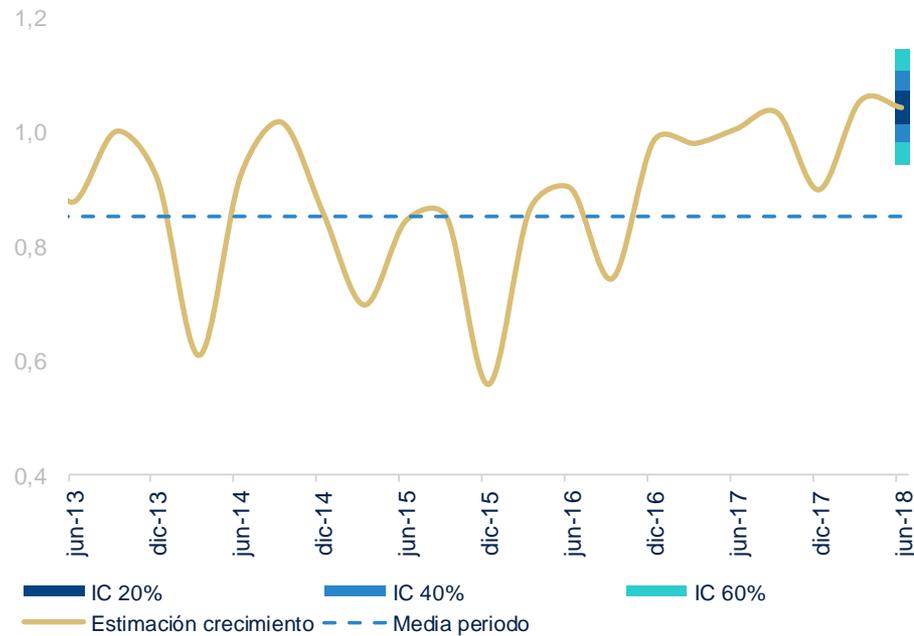
Los riesgos globales se intensifican

A la posibilidad de una guerra comercial se unen los mayores riesgos en las economías emergentes y en Europa

Economía global robusta a pesar de la creciente incertidumbre

Crecimiento del PIB mundial

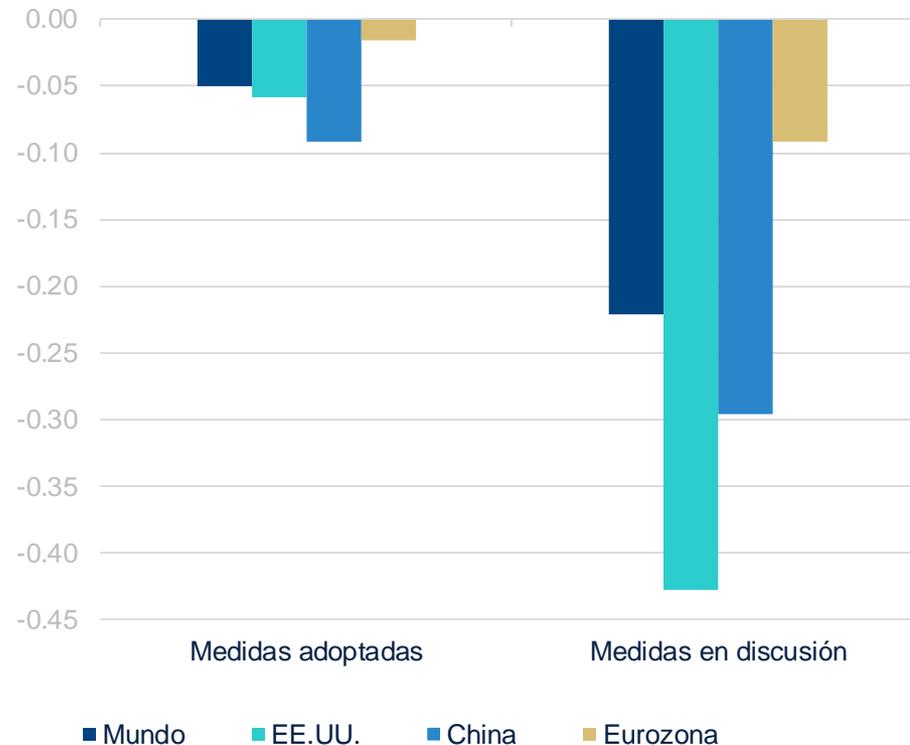
(Previsiones basadas en BBVA-GAIN ,% t/t)



- El crecimiento mundial continúa, apoyado en el consumo privado y la inversión, pero con diferencias crecientes por regiones
- El comercio mundial continúa mostrando una tendencia positiva, aunque pierde impulso y todavía no refleja la escalada proteccionista
- Los indicadores de confianza muestran cierta moderación, pero siguen en niveles elevados

Efecto reducido de las subidas arancelarias aprobadas, pero significativo si se implementan las que están en discusión

Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países (2018-19, pp)



Medidas anunciadas: incremento aranceles al 25% para el acero, 10% para aluminio y 25% a importaciones chinas por valor de USD50mM

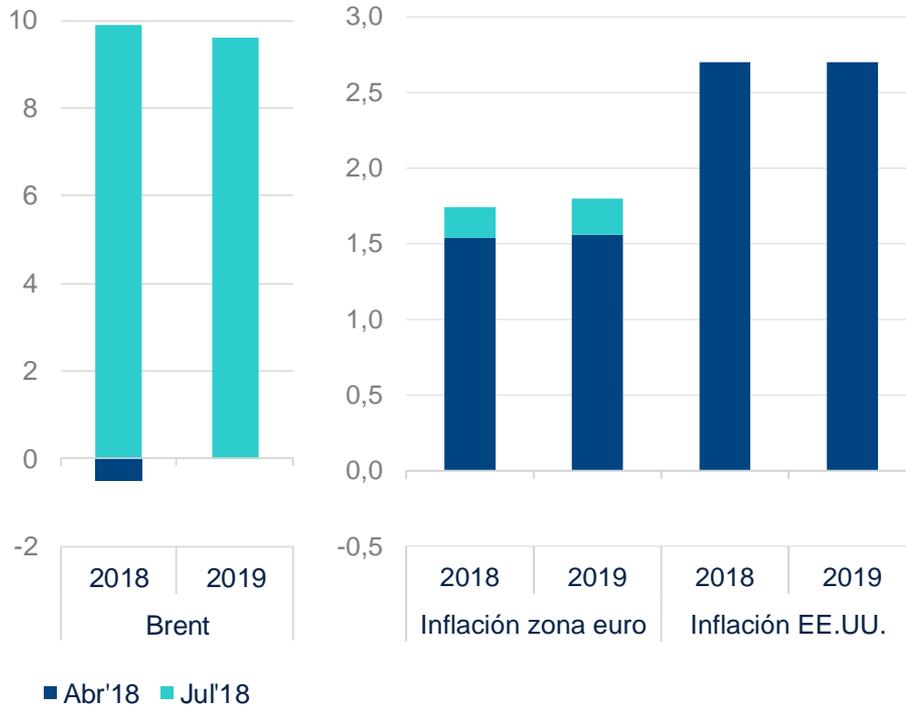
Medidas en discusión: subida de aranceles hasta el 20% para los automóviles e importaciones chinas por valor de USD200mM

Fuente: BBVA Research

- Las subidas arancelarias aprobadas por EE.UU. tendrían un impacto directo reducido. Los efectos indirectos, vía confianza económica y canal financiero, podrían notarse en 2S18
- Con una escalada proteccionista, el efecto negativo en crecimiento también sería significativo en EE.UU.
- El efecto, menor en Europa, diferiría por países y afectaría, sobre todo, a Alemania y los países del este
- El crecimiento del PIB global podría reducirse alrededor de 0,2pp sólo por el canal comercial

El aumento del precio del petróleo presionará la inflación al alza y podría lastrar el crecimiento

Revisión al alza del precio del petróleo e inflación (%)



- El incremento responde a **una reducción de la oferta**. El precio se mantendrá relativamente estable en 2018 y 2019
- **Mayor inflación en la zona euro**, aunque por debajo del objetivo, mientras que **la inflación subyacente aumentará gradualmente desde niveles muy bajos**
- En **EE.UU.** el impacto será menor, pero la inflación se mantendrá por encima del objetivo en 2018-19
- **Se refuerza la estrategia de salida de la Fed y el BCE**

Fed y BCE retornan a la política monetaria convencional a ritmos distintos



Balance



Tipos de interés



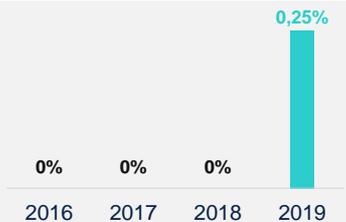
- Reducción de 450 mM USD en 2018

- Acelera el ritmo de subidas en 2018



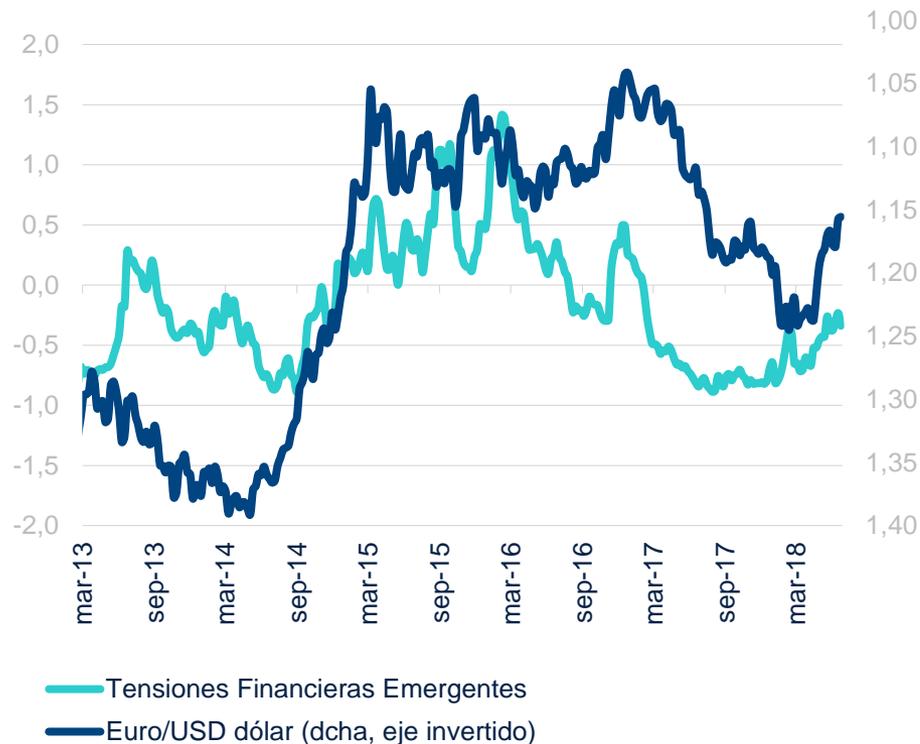
- Fin paulatino del QE, entre septiembre y diciembre de 2018

- Retraso de las subidas de tipos hasta septiembre 2019



La fortaleza del dólar y los mayores tipos de interés provocan un ajuste en los mercados emergentes

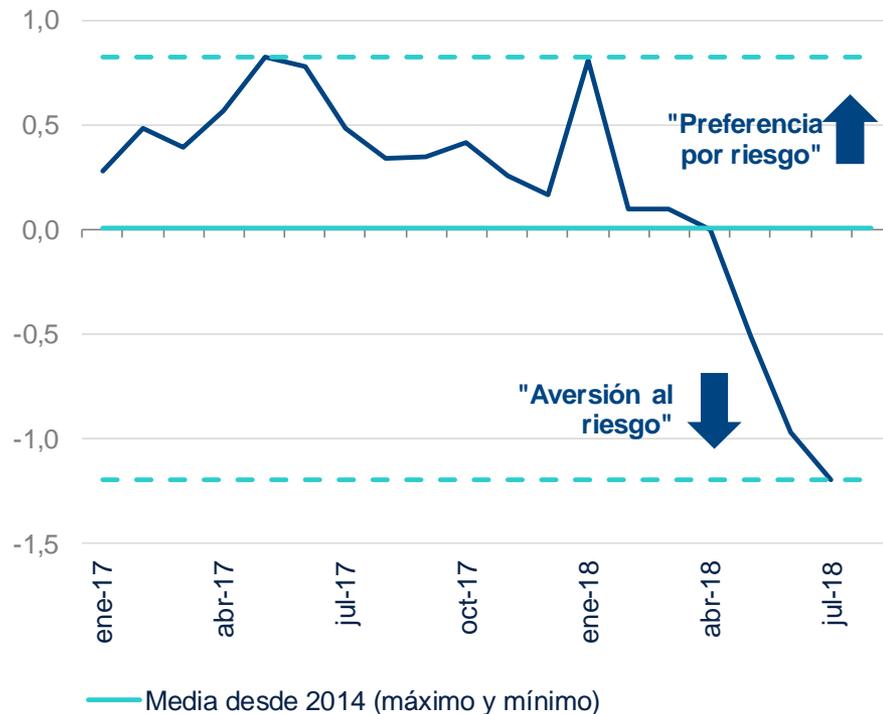
Tipo de cambio dólar-euro e índice BBVA de tensiones financieras en mercados emergentes



- Los países más vulnerables son los que tienen un mayor déficit comercial y mayores necesidades de financiación externa
- Giro hacia un endurecimiento de la política monetaria en emergentes (salvo China) para evitar una mayor depreciación de sus divisas
- El aumento de las tensiones financieras también refleja la intensificación de las disputas comerciales

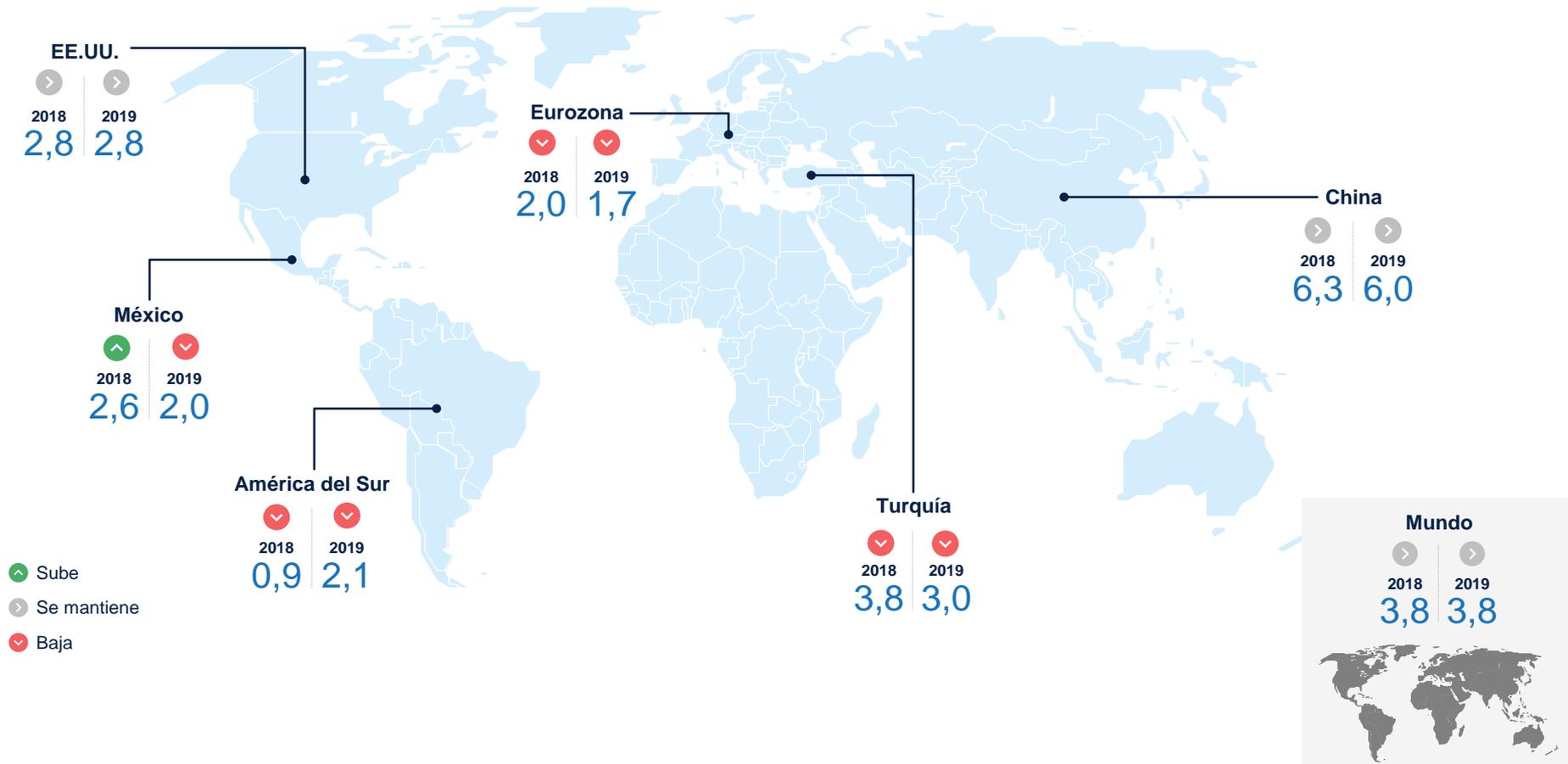
El proteccionismo y los factores políticos propician una creciente aversión al riesgo

Indicador de apetito/aversión al riesgo

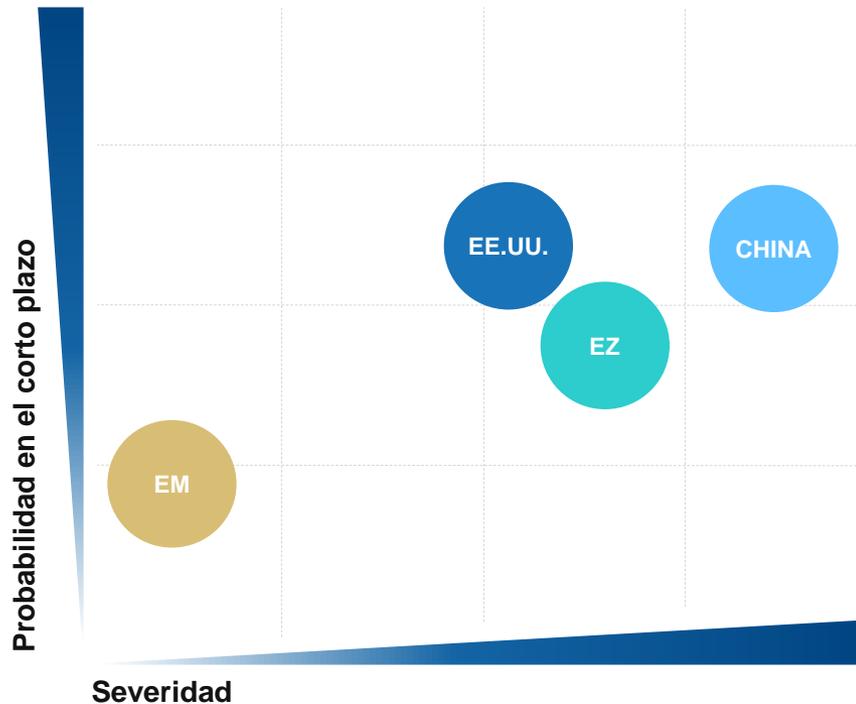


- El sentimiento de los inversores ha transitado de un régimen de toma de riesgo (e incluso cierta complacencia) a otro de aversión al riesgo
- El cambio está provocando una rotación de flujos entre activos: desde mercados emergentes a desarrollados, y desde renta variable a fija
- Las tensiones comerciales pueden llevar a un entorno de huida hacia la calidad

Crecimiento estable en EE.UU., pero desaceleración en otras áreas



Riesgos globales: el principal es una guerra comercial, pero aumentan los asociados a las economías emergentes y a Europa



CHINA

- **Alto endeudamiento:** más contenido pero todavía elevado
- **Proteccionismo:** al alza (represalias) con posible impacto sobre las políticas domésticas (estabilidad financiera, reformas)

EE.UU.

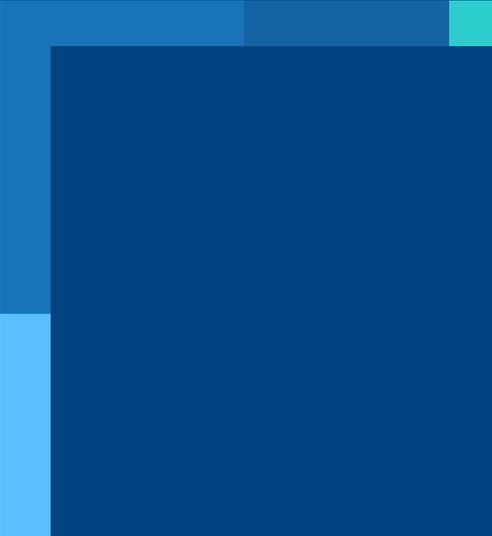
- **Proteccionismo:** al alza
- **Salida de la Fed:** elevado. Subidas agresivas de tipos ante un aumento transitorio de la inflación
- **Signos de sobrevaloración en algunos activos financieros**

EUROZONA

- **Incertidumbre política:** al alza, liderado por Italia. *Brexit*: riesgo de una salida brusca
- **Proteccionismo:** al alza con foco en el sector de automóviles
- **Salida del BCE:** a la baja (retraso de las subidas de tipos)

ECONOMÍAS EMERGENTES

- Al alza. Los riesgos globales y las vulnerabilidades domésticas de algunos países elevan el riesgo de una crisis sistémica



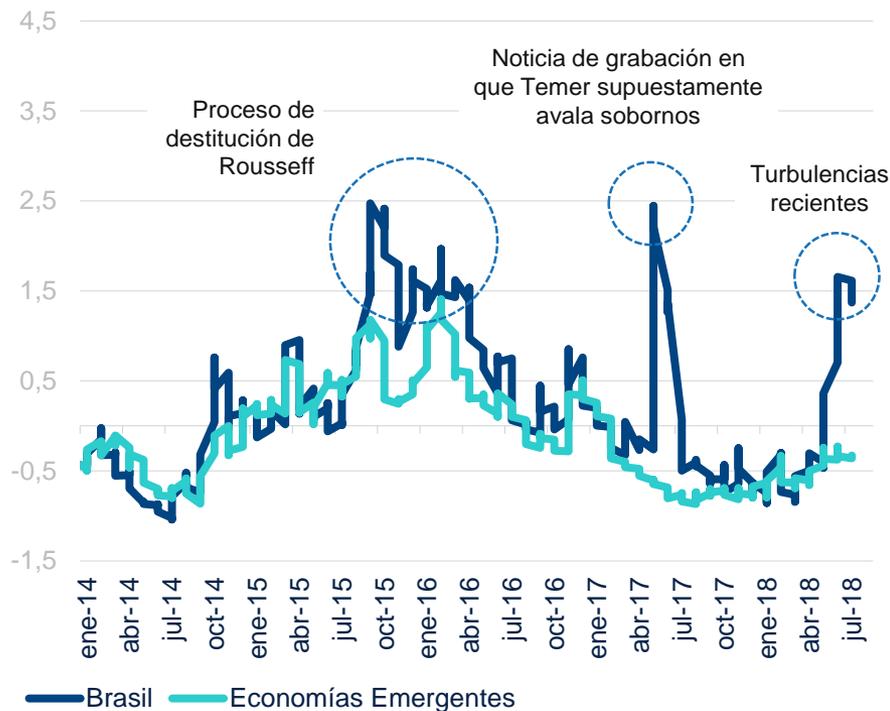
02

Brasil:

**Se deterioran las perspectivas
de crecimiento de la economía**

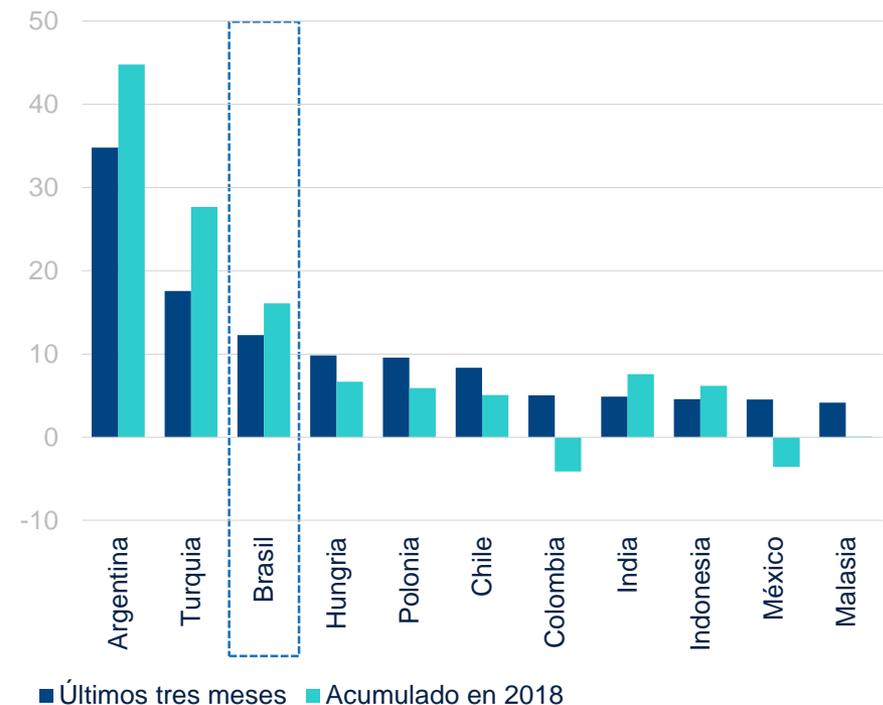
Las tensiones financieras recientes ayudaron a poner fin al excesivo optimismo de los mercados con respecto a Brasil

Índice BBVA de tensiones financieras
(promedio desde ene-06 = 0)



Fuente: BBVA Research

Depreciación cambiaria en emergentes(*)
(variación porcentual)



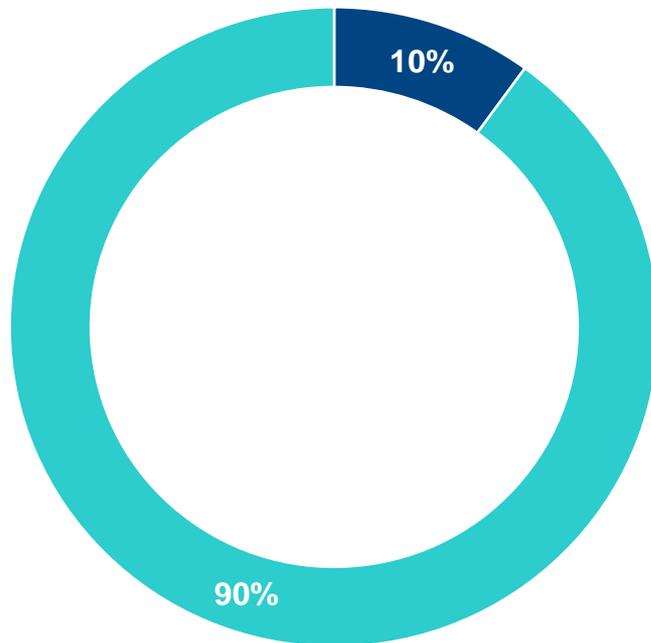
(*) Un valor positivo indica una depreciación de la moneda local. Datos hasta el día 13 de julio.
Fuente: Bloomberg

Hasta hace pocos meses atrás los mercados parecían ignorar los riesgos relacionados al aumento de los tipos de interés en los países desarrollados así como los asociados con la incertidumbre política y fiscal en Brasil

A pesar de las intervenciones del Banco Central (BCB) el real ha estado entre las monedas más afectadas por las turbulencias recientes. La Bolsa de Sao Paulo se retrajo un 9% y el riesgo país aumentó 19% (hasta 298pb) en los últimos tres meses

Volatilidad financiera reciente: detonada por factores globales, alimentada por factores locales

Depreciación cambiaria: pesos de los factores globales y locales en lo que va de año



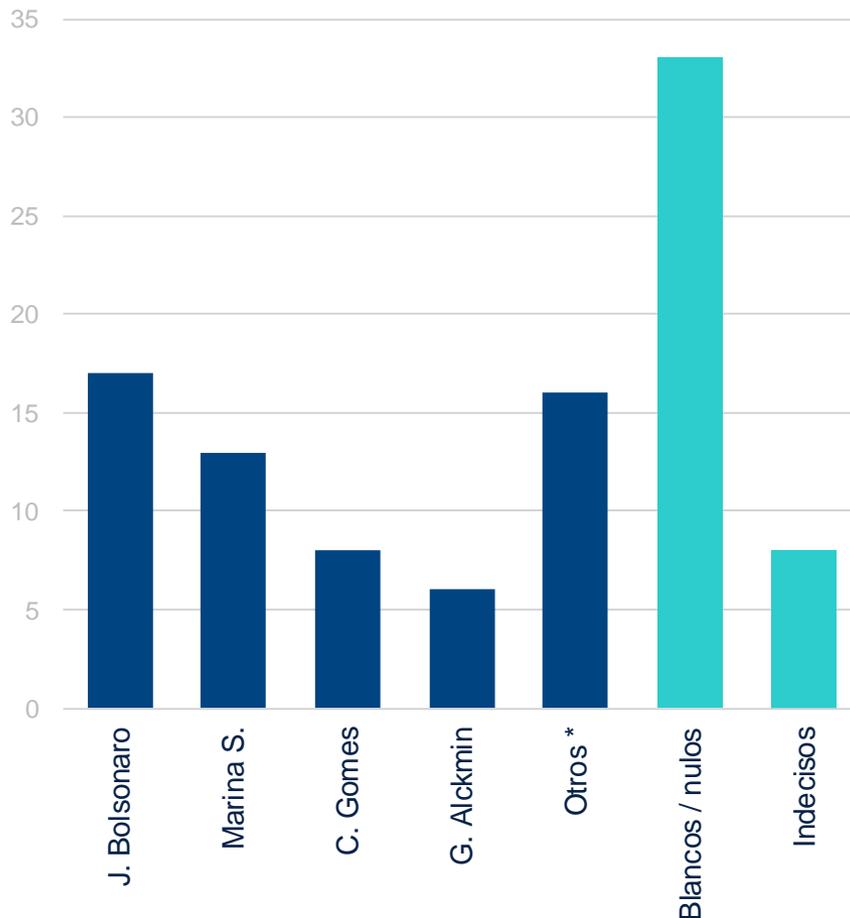
■ Factores globales ■ Factores locales

- Las subidas en los tipos de interés en Estados Unidos y las amenazas proteccionistas fueron los detonantes del proceso de corrección de los precios de los activos financieros en las economías emergentes, en particular en el tipo de cambio en Brasil
- La depreciación cambiaria ha sido mayor en Brasil que en otros emergentes. Aunque los indicadores externos de la economía brasileña son relativamente positivos, algunos factores locales han contribuido significativamente a debilitar la divisa brasileña
- Entre estos factores locales destacan:
 - la mayor incertidumbre política
 - el embrollo fiscal

Incertidumbre política: la carrera por la presidencia está todavía bastante abierta

Encuesta presidencial

(realizada entre los días 21 y 24 de junio de 2018)



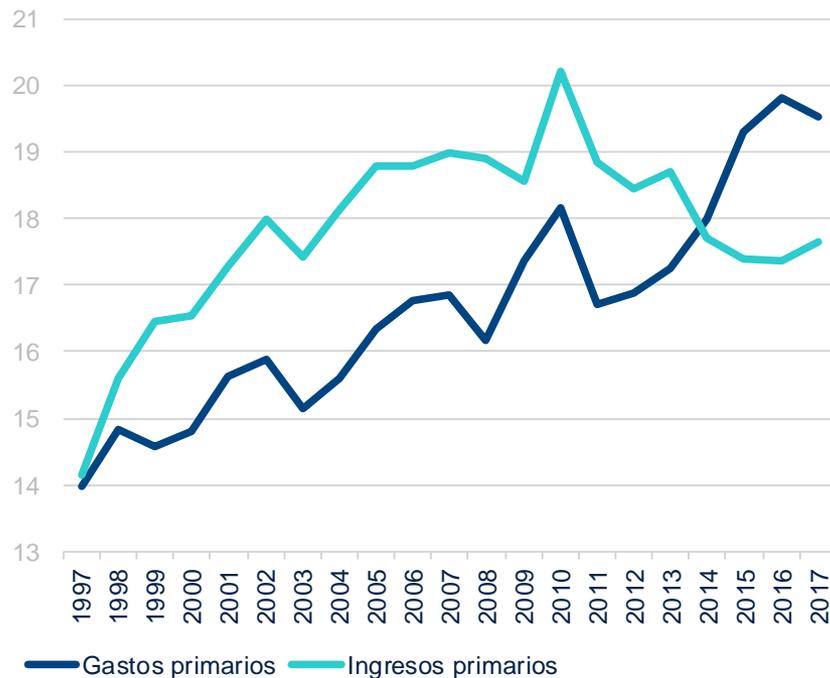
* Suma de los candidatos con menos de 5% de las intenciones de voto.

Fuente: CNI/IBOPE

- Hay todavía muchos candidatos con posibilidad de ganar las elecciones presidenciales de octubre
- El mayor favorito sería probablemente Lula, que por razones judiciales difícilmente podrá presentar su candidatura
- Las encuestas muestran que la proporción de votos blancos y nulos podría ser excepcionalmente alta
- Esto, así como la históricamente baja aprobación del gobierno actual, refuerza la percepción de hartazgo social y repudio hacia la clase política

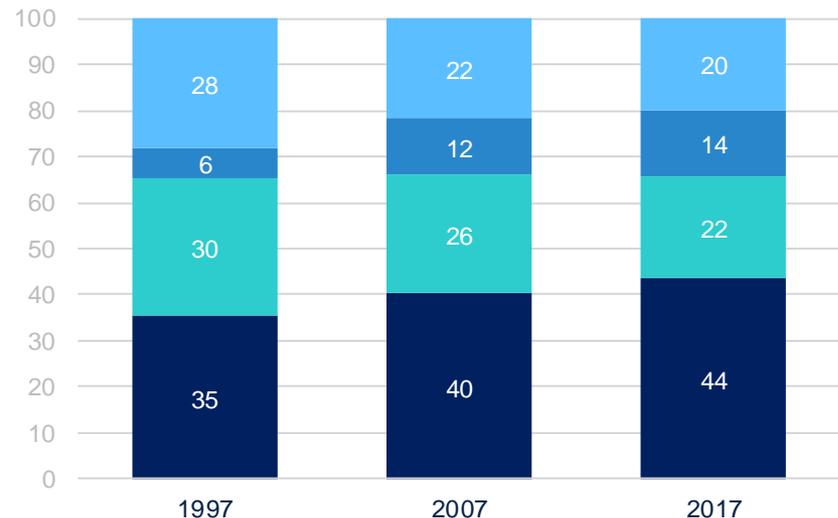
La incertidumbre política alimenta las dudas sobre si se logrará frenar el deterioro estructural de las cuentas públicas en los próximos años

Gastos e ingresos primarios (*) (% del PIB)



(*) Gastos e ingresos primarios del gobierno federal.
Fuente: IPEADATA, BBVA Research

Desglose de los gastos primarios(*) (% de los gastos totales)



■ Gastos discrecionales
■ Gastos no discrecionales: otros
■ Gastos no discrecionales: salarios
■ Gastos no discrecionales: seguridad social

(*) Gastos del gobierno federal.
Fuente: IPEADATA, BBVA Research

Los aumentos impositivos y el control de los gastos (incluyendo la introducción de un tope a su crecimiento) anunciados en los últimos años han sido insuficientes para revertir las tendencias fiscales negativas. La deuda pública sigue aumentando (alcanzó 77% del PIB en mayo)

El dispendio público se mantiene alto, en gran parte por el aumento de los gastos sobre los cuales el gobierno no tiene discrecionalidad para reducir, como los de la seguridad social

¿Como afrontar el embrollo fiscal? No hay salidas fáciles...

01

¿Aumentando la recaudación?

El nivel impositivo en Brasil ya es excesivamente elevado. Subir impuestos es una opción políticamente costosa que, además, dañaría de manera adicional la competitividad del sector privado. Un programa de desestatización podría ser una alternativa, pero de elevado coste político y con impacto fiscal limitado. Otra opción sería reducir los amplios beneficios fiscales concedidos a sectores específicos de la economía

03

¿Aumentando el crecimiento económico?

Un aumento significativo del crecimiento elevaría la recaudación y mejoraría las cuentas públicas, como se observó entre 2004 y 2013. Sin embargo, una expansión estimulada por factores externos ahora parece improbable dada la moderación de China y de los mercados de materias primas. Una expansión basada en factores internos es difícil si no se hacen reformas que aumenten la productividad y no se resuelve el embrollo fiscal

02

¿Reduciendo el gasto público?

Tomando en cuenta el elevado nivel del gasto publico, quizás sea la mejor alternativa en términos económicos. En todo caso, la margen para recortar gastos sin una reforma de la seguridad social y una reforma para reducir la proporción del gasto no discrecional es muy baja. Estas reformas requieren un gobierno con elevado capital político: tanto Dilma Rousseff como Michel Temer intentaron sin demasiado éxito aprobar medidas en esta dirección...

04

¿Cediendo a la tentación de aumentar la inflación para facilitar el pago de la deuda?

Sin una conducción independiente de la política monetaria por parte del banco central, podría existir una tentación de aumentar la inflación para facilitar el pago de la deuda publica no indexada. Sería una alternativa peligrosa, con resultados potencialmente muy negativos, conforme lo demuestra la historia económica brasileña...

Se esperan medidas para mejorar la situación fiscal a partir de 2019, pero una reforma ambiciosa de la seguridad social parece menos probable

Resultado fiscal(*) (% del PIB)



- Gastos con el pago de intereses de la deuda
- Resultado primario
- Resultado fiscal total

(*) (p) = previsiones.

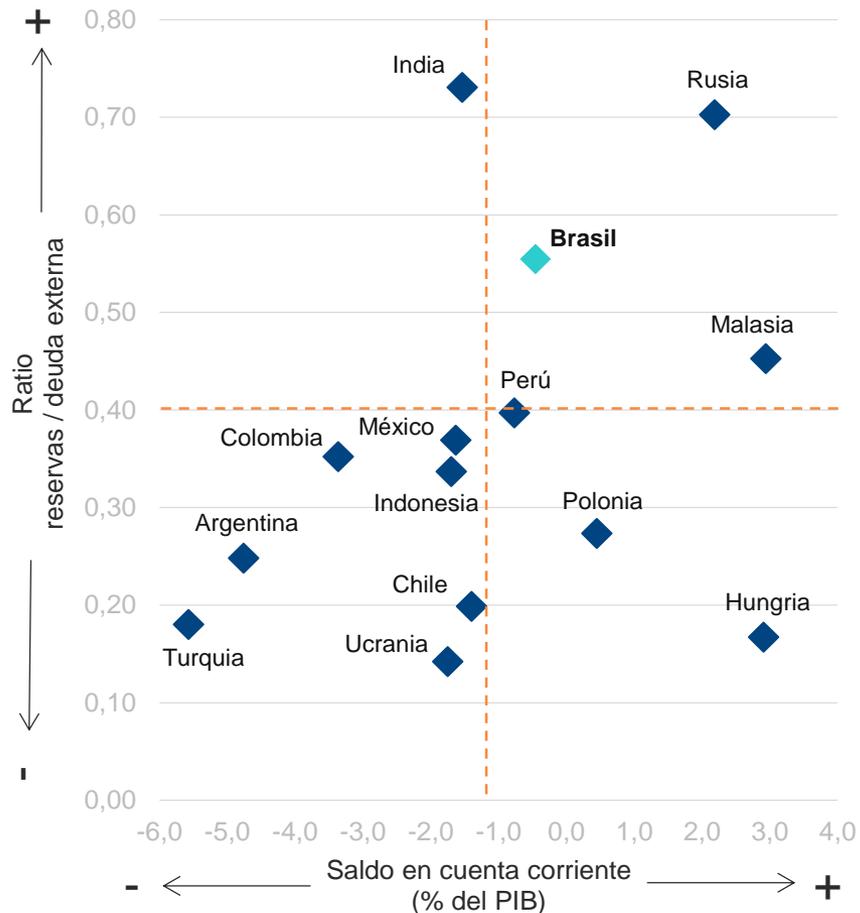
Fuente: BCB, BBVA Research

- Dada la incertidumbre política, es difícil prever como se afrontará el problema fiscal en el futuro
- Es probable que el próximo gobierno anuncie medidas de aumento impositivo y reducción del gasto para calmar a los mercados y para cumplir los objetivos fiscales, que podrían incluso ser flexibilizados
- Una reforma ambiciosa de la seguridad social es menos probable
- Un escenario de inacción fiscal también es improbable, por su elevado coste económico (aumento de los costes de financiación y de la inflación, un tipo de cambio más depreciado, un crecimiento más bajo del PIB, etc.)

Las cuentas externas bajo control han evitado que la volatilidad reciente en Brasil fuera aún más fuerte

Indicadores externos para economías emergentes seleccionadas

(Saldo en cuenta corriente y ratio reservas / deuda externa)

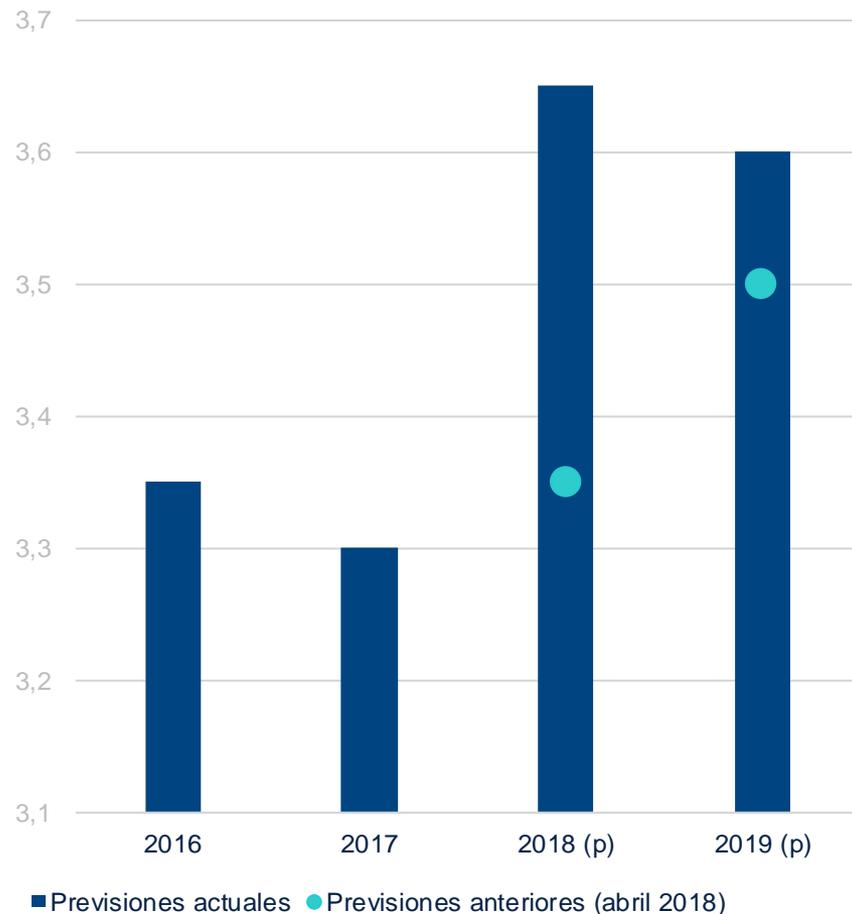


Fuente: : BBVA Research, BIS, IIF, IMF, World Bank, National sources

- Mientras la incertidumbre política y los problemas fiscales contribuyeron a las tensiones financieras recientes, el buen estado de las cuentas externas previno un escenario aún más complejo
- Brasil cuenta con USD 382bn en reservas internacionales, lo que equivale al 19% del PIB o el 350% de la deuda externa a corto plazo
- El déficit por cuenta corriente es actualmente bajo (0,6% del PIB), inferior a la inversión extranjera directa en el país (3,1% en mayo)
- Preveamos que el déficit exterior se mantendrá bajo (0,3% del PIB en 2018 y 1,4% del PIB en 2019), en línea con un cambio depreciado y una demanda interna débil

El tipo de cambio se mantendrá en niveles más depreciados que los observados hasta hace algunos meses

Tipo de cambio (Real / dólar)

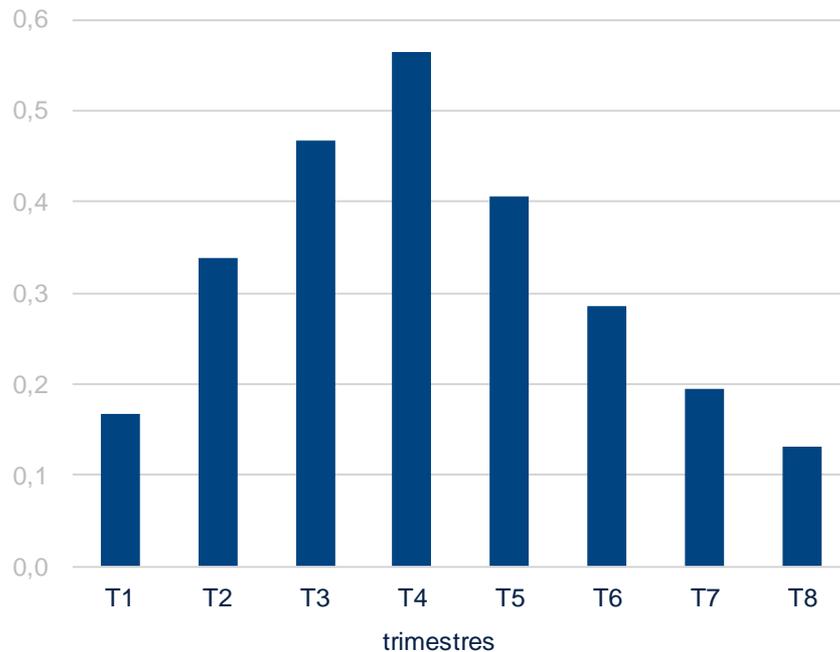


- La depreciación del real ha sido más fuerte de la que preveíamos, a pesar de que el banco central haya intervenido fuertemente a través de la venta de swaps cambiarios
- Hay poco margen para que el real - que se encuentra alrededor de 3,85 por dólar- se aprecie en el corto plazo; la volatilidad seguirá elevada al menos hasta las elecciones presidenciales de octubre
- La reducción de la incertidumbre tras las elecciones y las eventuales señales positivas del nuevo gobierno sobre la cuestión fiscal deberían permitir cierta apreciación del tipo de cambio a partir del cierre del año

La depreciación cambiaria va a generar mayores presiones inflacionarias

Efecto sobre la tasa de inflación de una depreciación del 10% del tipo de cambio

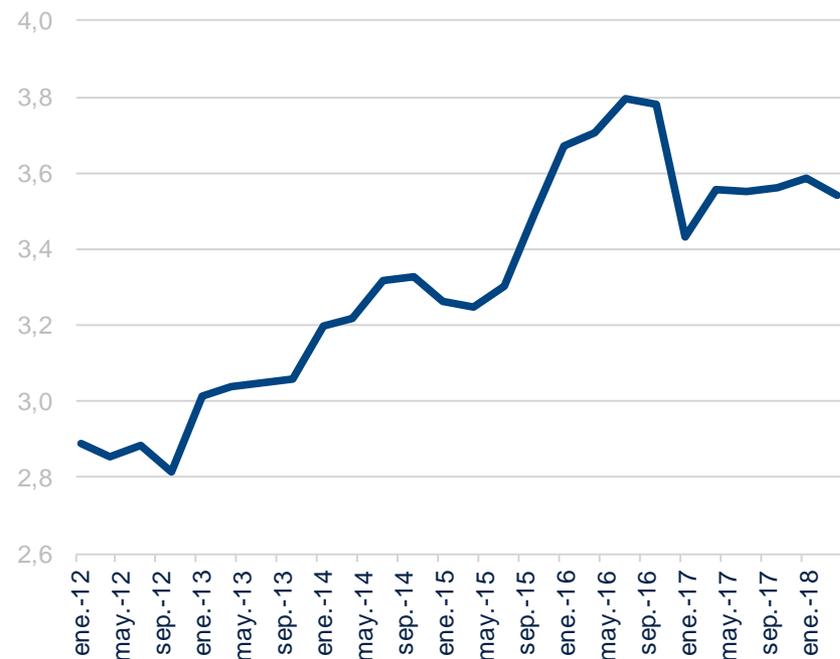
(efecto acumulado, en puntos base)



Fuente: BBVA Research

Grado de traslado a los precios de movimientos en el tipo de cambio(*)

(en %)



(*) Coeficiente asociado a los precios externos / tipo de cambio obtenidos a partir de la estimación de una Curva de Phillips para Brasil

Fuente: BBVA Research

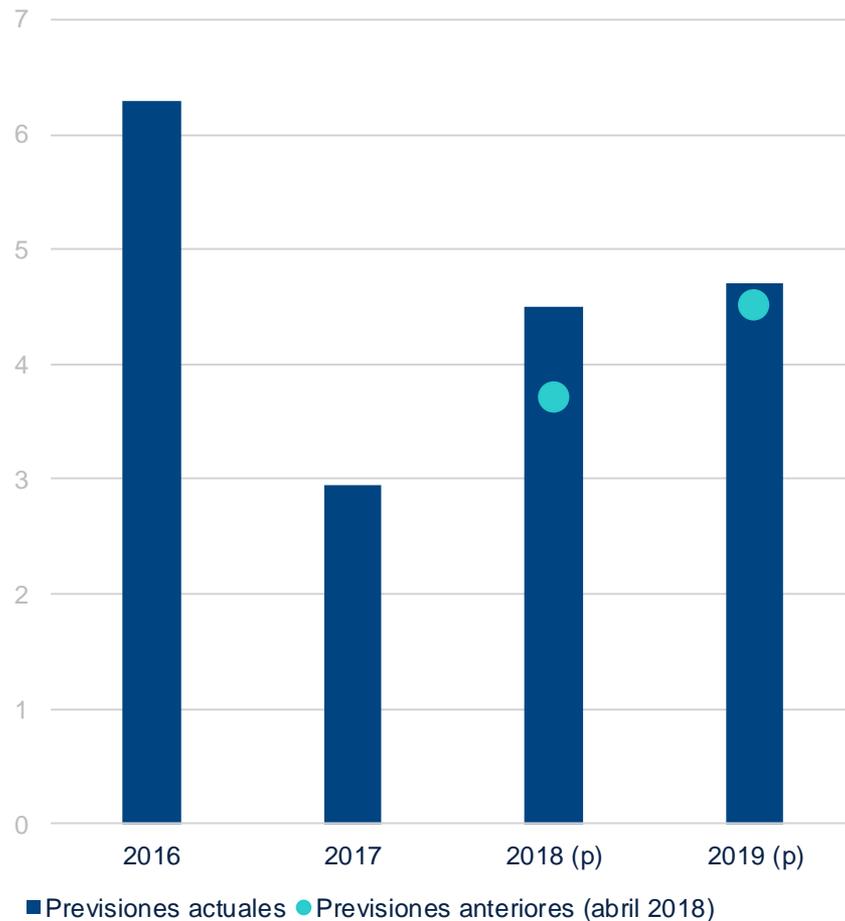
Nuestras estimaciones sugieren que en el entorno actual una depreciación de 10% del real tiene un efecto acumulado sobre la inflación de casi 0,6 puntos porcentuales en un período de 12 meses

También muestran que el grado de *pass-through* en Brasil es actualmente menor que hace 2 o 3 años, aunque mayor que en el período anterior (desde 2012 hasta mediados de 2015)

Inflación al alza

Inflación: IPCA

(en %; fin de período)

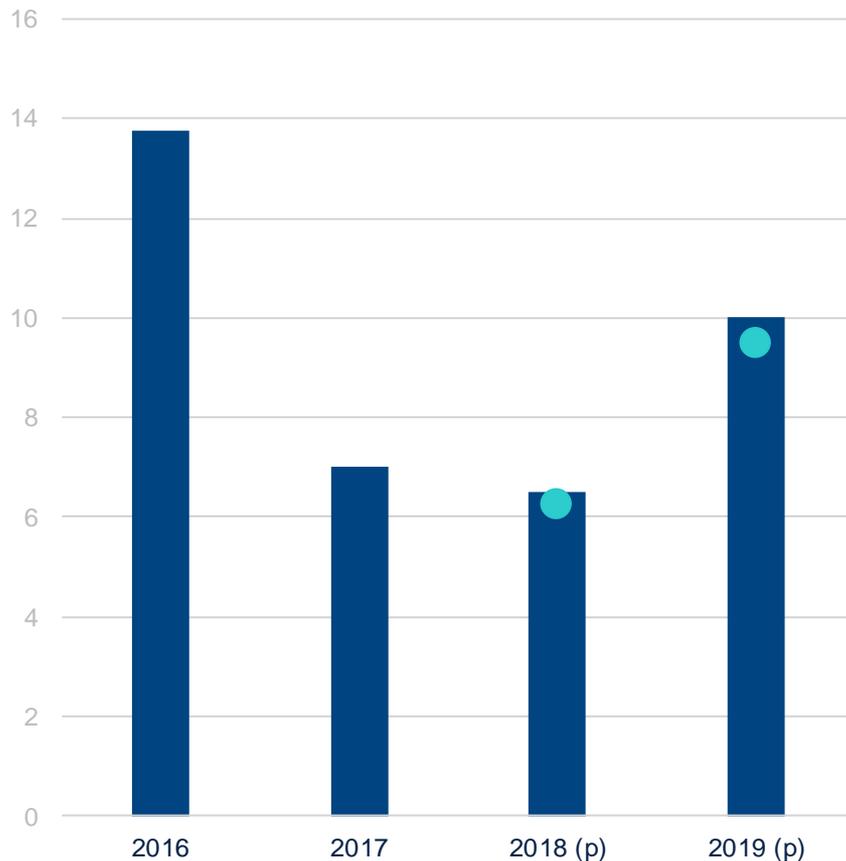


- La inflación, que se ha mantenido por debajo del 3,0% entre enero y mayo, alcanzó 4,4% en junio, en buena parte por la situación de desabastecimiento generada por el paro camionero
- Tomando esto en cuenta, así como la fuerte depreciación cambiaria y el mayor precio del petróleo, entre otros factores, **hemos ajustado al alza nuestras previsiones de inflación, desde el 3,7% hasta el 4,5% en 2018 y desde el 4,5% hasta el 4,7% en 2019**

Política monetaria menos expansiva

Tipos de interés: SELIC

(en %; fin de período)

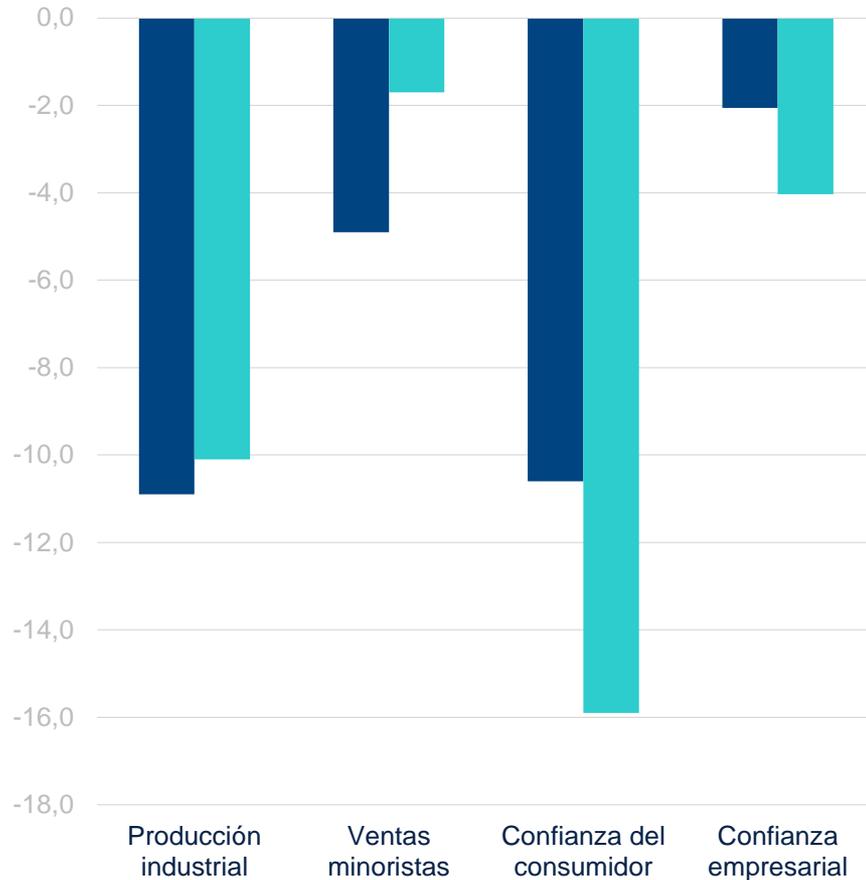


■ Previsiones actuales ● Previsiones anteriores (abril 2018)

- La depreciación cambiaria ha hecho que el BCB mantuviera los tipos en el 6,50% en lugar de recortarlos en 25pb en junio
- Lo más probable es que sigan en 6,50% hasta el inicio de 2019, cuando las presiones inflacionarias obliguen al BCB a iniciar un ciclo de endurecimiento monetario (más temprano y más agresivo que lo previsto anteriormente)
- Garantizar la independencia del BCB en los próximos años será fundamental: el nivel de la deuda y la regla del techo de gasto crean ciertos incentivos para aumentar la inflación en un entorno en que se están recortando los objetivos (4,25% en 2019, 4,0% en 2020 y 3,75% en 2021)

La reciente huelga de los camioneros también ha tenido efectos negativos sobre el entorno económico...

Indicadores de actividad económica (*)
(Variación %)



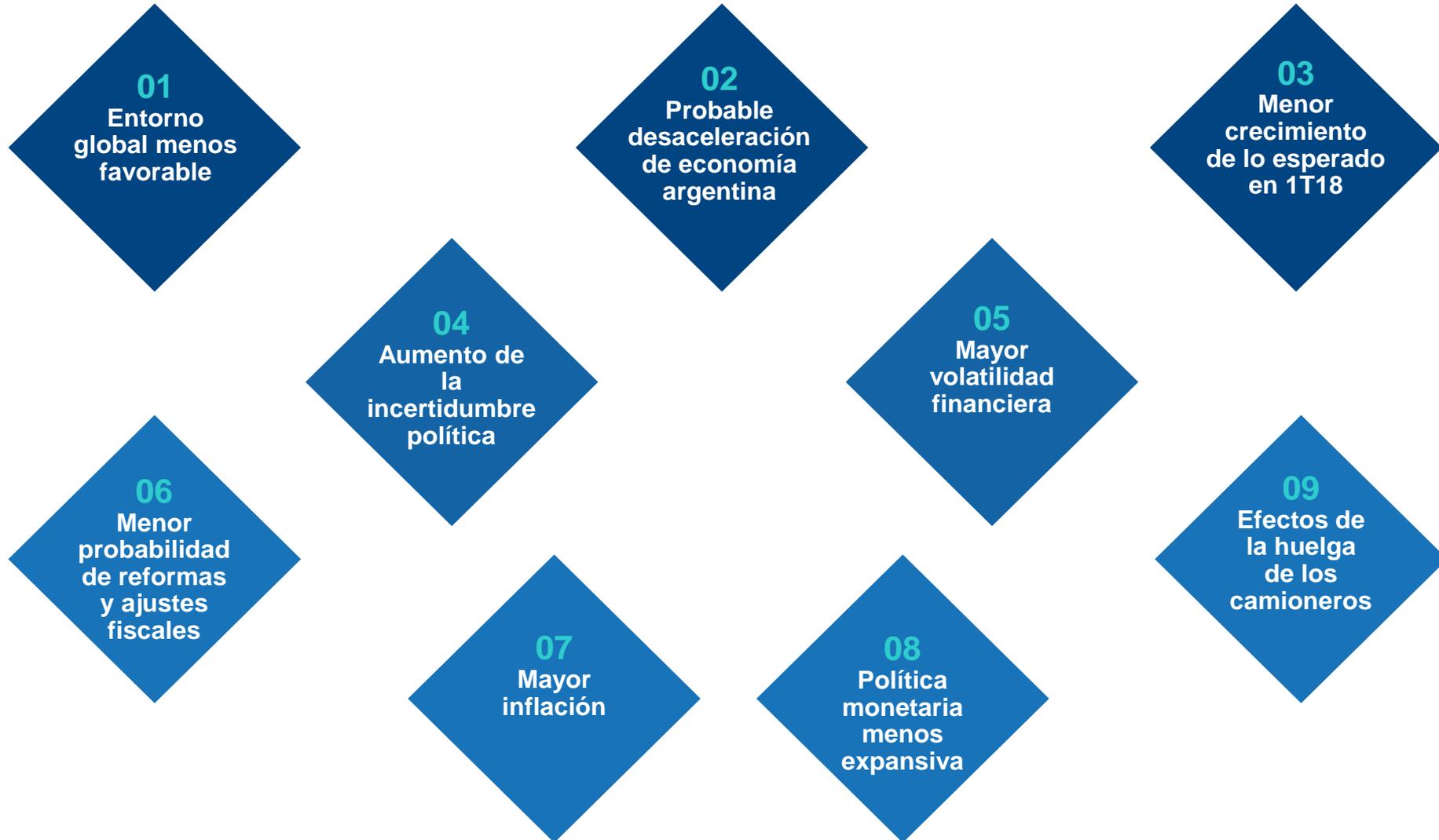
■ Variación en el último mes ■ Variación en los últimos tres meses

(*) Último mes disponible: mayo, en el caso de la producción industrial y ventas minoristas ; junio, en el caso de los indicadores de confianza. Ventas minoristas: concepto amplio.

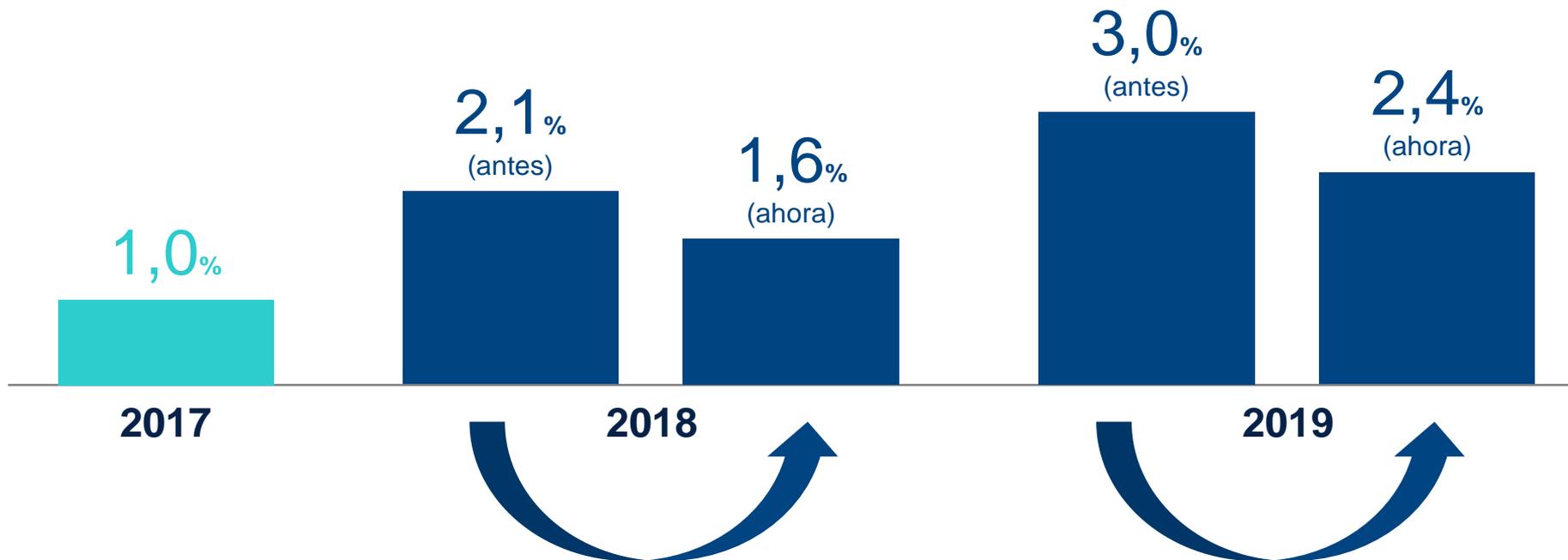
Fuente: IBGE, CNI y FGV

- La huelga de los camioneros, provocada por factores como el aumento del precio de los combustibles y apoyada por buena parte de la población, generó una situación de **desabastecimiento en los últimos días de mayo**
- La situación provocó un fuerte repunte de los precios y una significativa reducción de la actividad económica, efectos que en alguna medida podrían revertirse en los próximos meses
- Asimismo, es posible que el episodio tenga un efecto más duradero sobre la confianza, dificultando la recuperación de la economía

... hay, por lo tanto, una serie de factores contribuyendo a un deterioro de las expectativas de crecimiento en Brasil



Hemos revisado a la baja las previsiones de crecimiento para Brasil; la recuperación será más lenta que lo previamente esperado



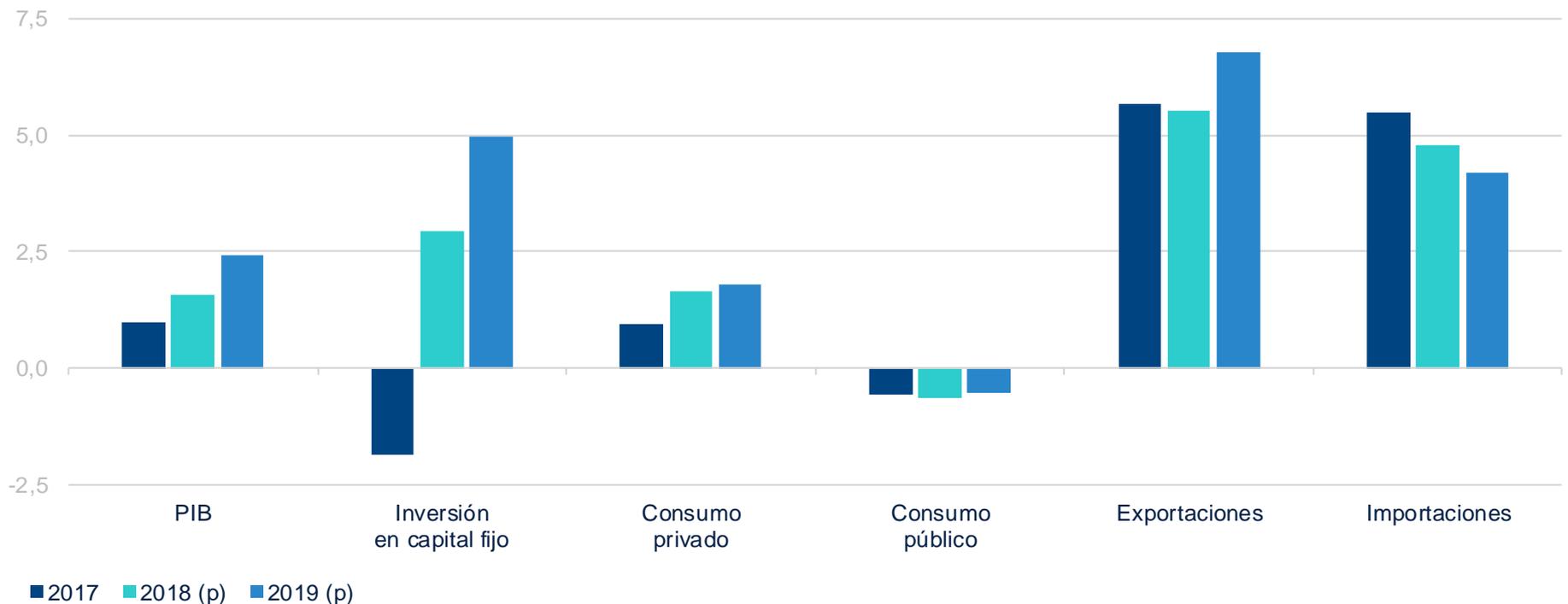
A pesar del menor optimismo, la recuperación del crecimiento debe continuar, apoyada en una demanda global relativamente sólida, el desempeño del sector agrícola, el tono expansivo de la política monetaria, los ajustes realizados en los años previos, etc.

Asimismo, el crecimiento podría ralentizarse en caso de que no se verifiquen avances en la resolución de los problemas fiscales, principalmente si la aversión al riesgo global se eleva

La recuperación del consumo privado y la inversión será gradual, las exportaciones seguirán contribuyendo positivamente

Crecimiento del PIB y de sus componentes(*)

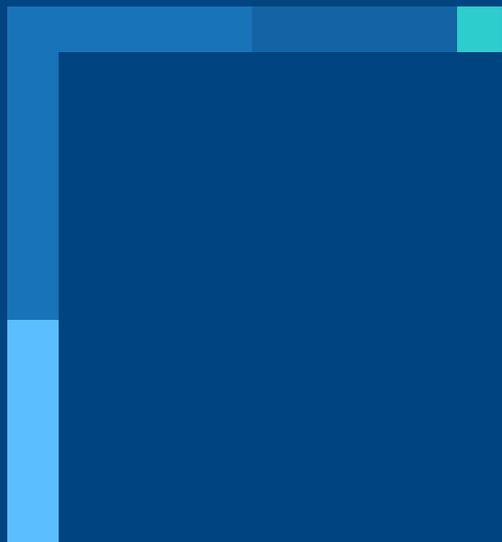
(%)



(*) (p) Previsiones.
Fuente: BBVA Research

Hemos revisado a la baja nuestras previsiones para el consumo privado y las inversiones, en línea con el deterioro del cuadro macroeconómico en los últimos meses

Si bien esperamos una menor contribución de la demanda interna al crecimiento, las perspectivas para la demanda externa son más favorables, debido a los efectos de un tipo de cambio más depreciado y la menor presión de la demanda interna sobre las importaciones



03

Brasil: tabla de previsiones

Previsiones para Brasil

	2016	2017	2018 (p)	2019 (p)
PIB (%)	-3,5	1,0	1,6	2,4
Consumo privado (%)	-4,3	0,9	1,7	1,8
Consumo público (%)	-0,1	-0,6	-0,6	-0,5
Inversión en capital fijo (%)	-10,3	-1,9	2,9	5,0
Exportaciones (%)	1,9	5,7	5,5	6,8
Importaciones (%)	-10,2	5,5	4,8	4,2
Tasa de desempleo (promedio)	11,3	12,7	12,3	11,0
Inflación (fin de período, a/a %)	6,3	2,9	4,5	4,7
Tasa SELIC (fin de período, a/a %)	13,75	7,00	6,50	10,0
Tipo de cambio (fin de período)	3,35	3,30	3,65	3,60
Cuenta corriente (% del PIB)	-1,3	-0,5	-0,3	-1,4
Saldo fiscal del sector público (% del PIB)	-9,0	-7,8	-7,8	-5,8

(p) Previsión.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de América Latina

Economista Jefe de América Latina

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Con la colaboración de:

Escenarios Económicos Globales
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas
oscar.delaspena@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y Tendencias

Álvaro Martín
alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira
olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.karp@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
Le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela

Julio Pineda
juliocesar.pineda@bbva.com