



BBVA Research

# Situación Brasil

## 4T18

Octubre 2018

Creando Oportunidades

## Mensajes clave

- La economía brasileña seguirá recuperándose de forma lenta en los próximos años. Preveemos que el PIB crecerá 1,2% en 2018, 2,4% en 2019 y alrededor de 2,0% en los años siguientes
- La menor debilidad de la demanda interna y la normalización del precio de los alimentos, entre otros factores, presionarán la inflación y los tipos de interés al alza. Así, la inflación debe converger a 4,9% en 2019, por encima del objetivo de 4,25% para el período, tras cerrar 2018 en 4,5%. En un entorno de mayores presiones sobre los precios, los tipos de interés se ajustarían al alza, desde el 6,5% hasta el 10,0%, a lo largo de 2019
- El tipo de cambio estaría alrededor de 3,8 en lo que queda de año y durante 2019, en parte por la reducción de la incertidumbre política tras las elecciones presidenciales de octubre
- El próximo gobierno posiblemente tomará medidas para reducir la vulnerabilidad fiscal, aunque difícilmente logrará aprobar una reforma ambiciosa de la seguridad social
- Un escenario macroeconómico más positivo, principalmente en términos de crecimiento, requiere un ajuste fiscal más agresivo que el esperado y una serie de reformas para aumentar la productividad, algo que ahora mismo parece improbable

## Índice

- 01** Entorno Global: Continúa la inercia global positiva, aunque se intensifican los riesgos
- 02** Brasil: Una lenta recuperación por delante
- 03** Brasil: Tabla de previsiones



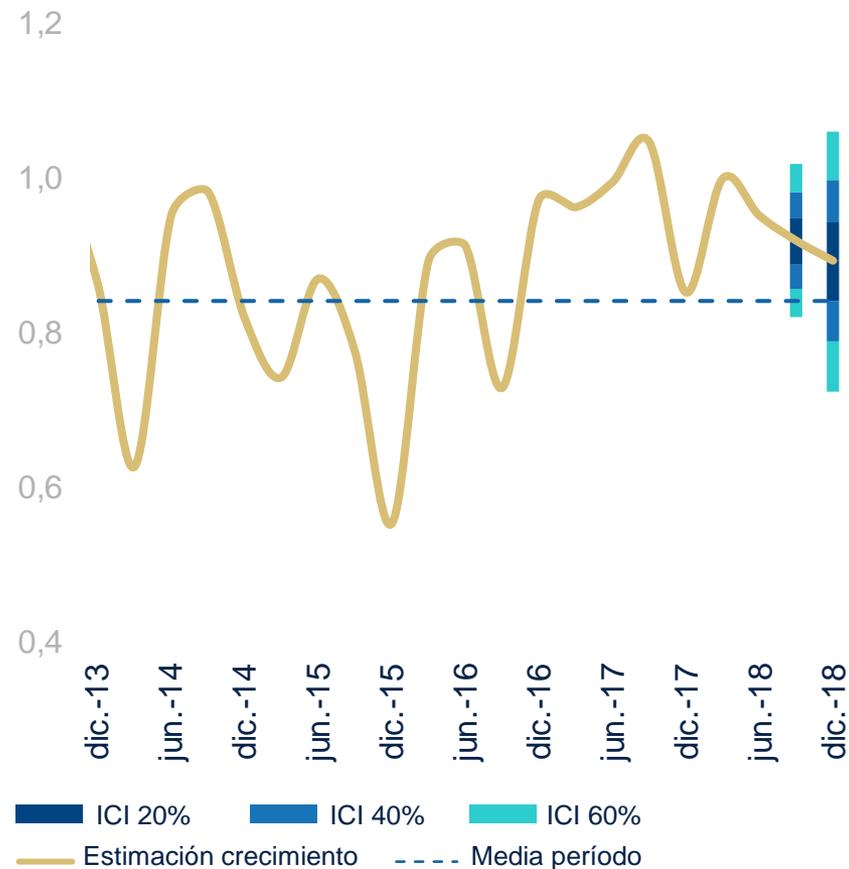
# 01

**Entorno Global:  
Continúa la inercia global positiva,  
aunque se intensifican los riesgos**

# Moderación del crecimiento mundial

## Crecimiento del PIB mundial

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



- Ligera moderación del crecimiento global hacia **tasas ligeramente por debajo del 1% t/t en 2S18**
- Los datos de actividad son sólidos, pero han perdido impulso, ya que el aumento del proteccionismo pesa sobre la confianza, el comercio y la inversión
- Más allá de la volatilidad, el **comercio mundial ha mejorado y se estabiliza** tras la desaceleración de principios de año

# Política monetaria sigue normalizándose y será divergente entre la Fed y el BCE a partir de 2019



## Balance



## Tipos de interés



**Continúa la reducción del balance** (450mM de dólares en 2018)

**Más subidas de tipos en 2019, pero se finaliza el ciclo** (tipo interés natural)



**Fin del QE** (diciembre de 2018)

**Reinversión total** al menos hasta diciembre de 2020

**Repago de TLTROs** a partir de junio de 2020

Expectativas ancladas de tipos bajos por un período prolongado. **No se esperan subidas hasta septiembre de 2019**

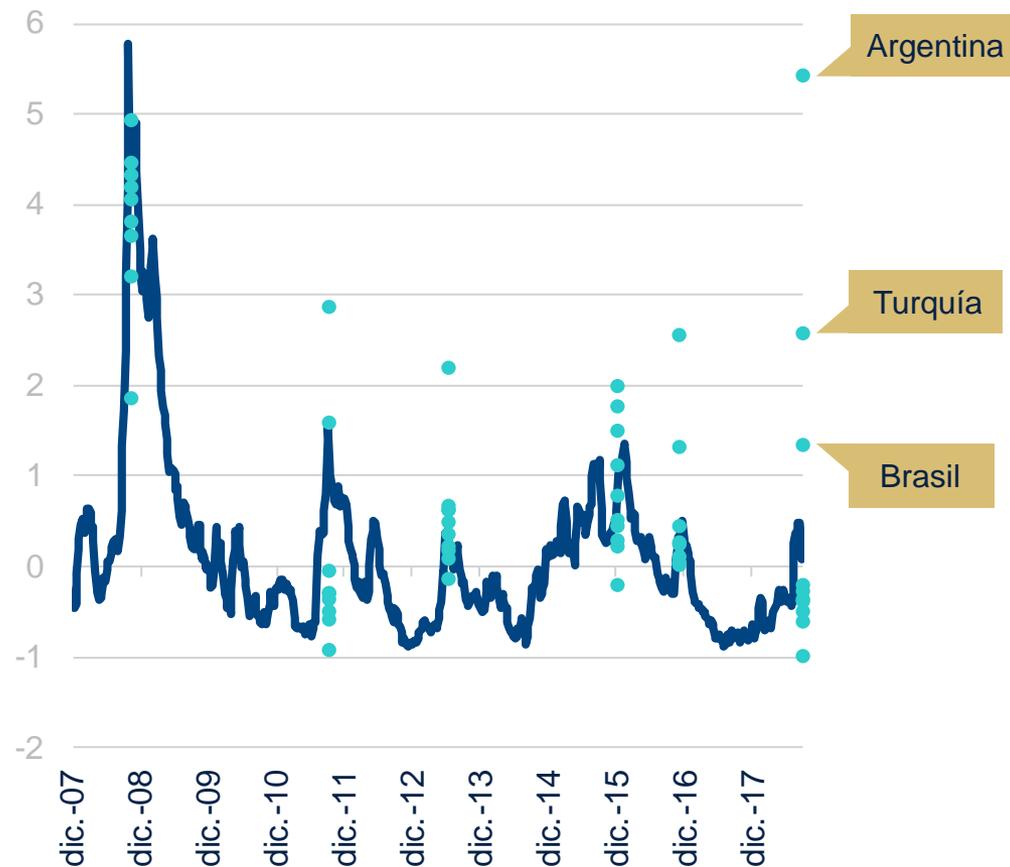


■ Tipo referencia (fdp) ■ Previsión (fdp)

# Las tensiones financieras repuntan en los mercados emergentes, pero han sido menos sincronizadas que en episodios anteriores

## Índice BBVA de tensiones financieras para economías emergentes

(Índice normalizado)

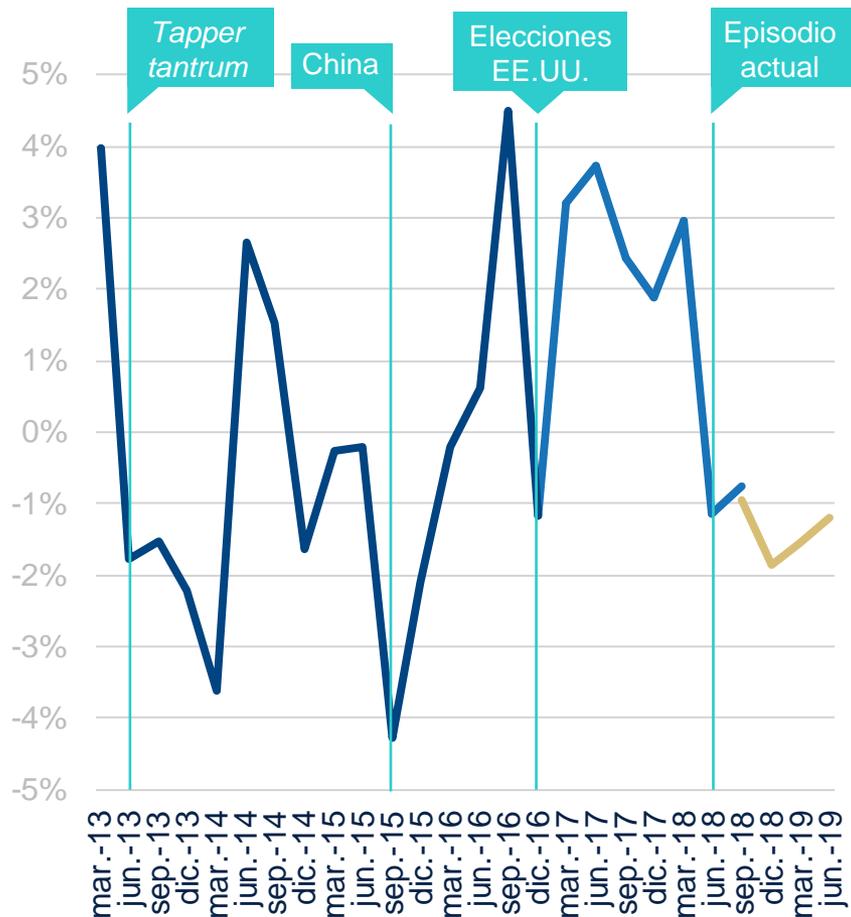


- Los mercados emergentes están sometidos a mayor estrés, lo que se traduce en una depreciación de sus divisas y un aumento de su prima de riesgo
- Hay **diferenciación**: las tensiones se han concentrado especialmente en las economías más vulnerables. No estamos ante una **crisis sistémica** en emergentes
- La adopción de medidas de política económica (monetaria y fiscal) **están permitiendo cierta estabilización**

# Las salidas de flujos de las economías emergentes son persistentes, pero estamos lejos de un episodio típico de *sudden-stop*

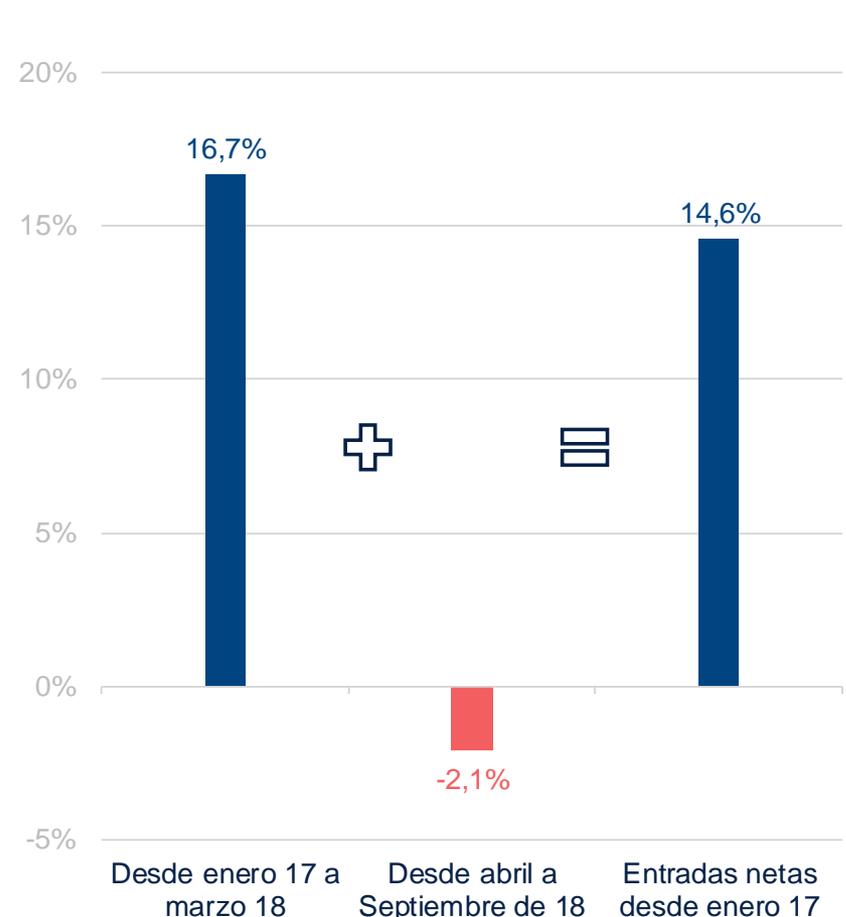
## Flujos de cartera a economías emergentes

(% sobre total activos, datos mensuales)



## Acumulación de flujos en los últimos 5 trimestres

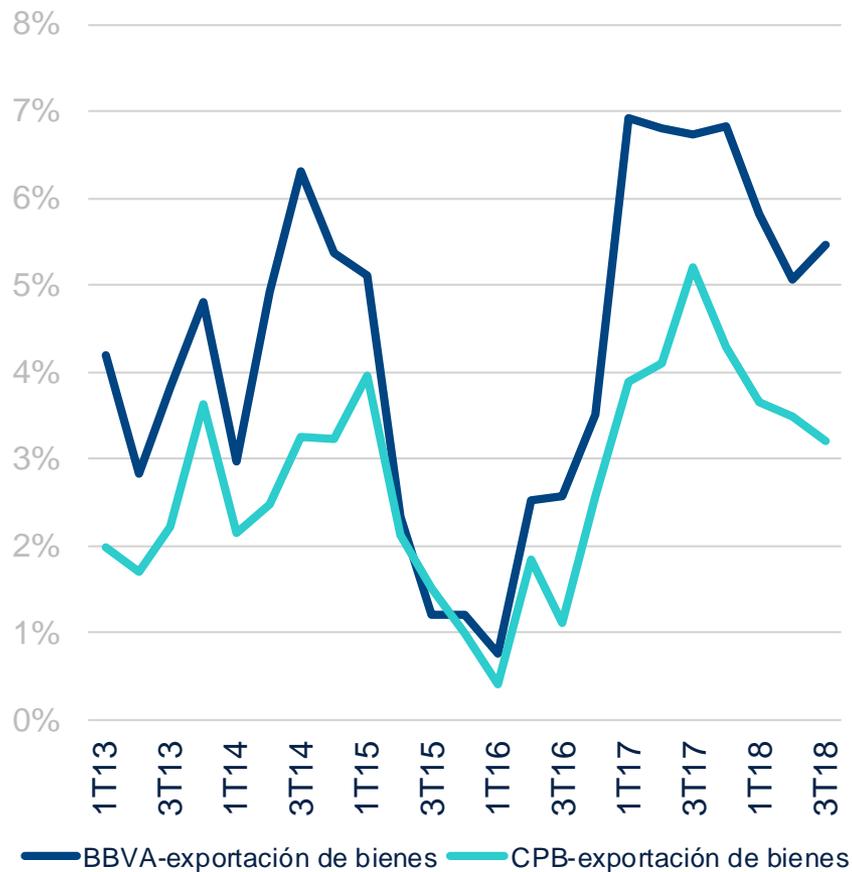
(% sobre total de activos enero 2017)



# El comercio pierde impulso tras la fortaleza de 2017, pero seguirá apoyando el crecimiento global

## Exportación mundial de bienes

(% t/t, precios constantes)

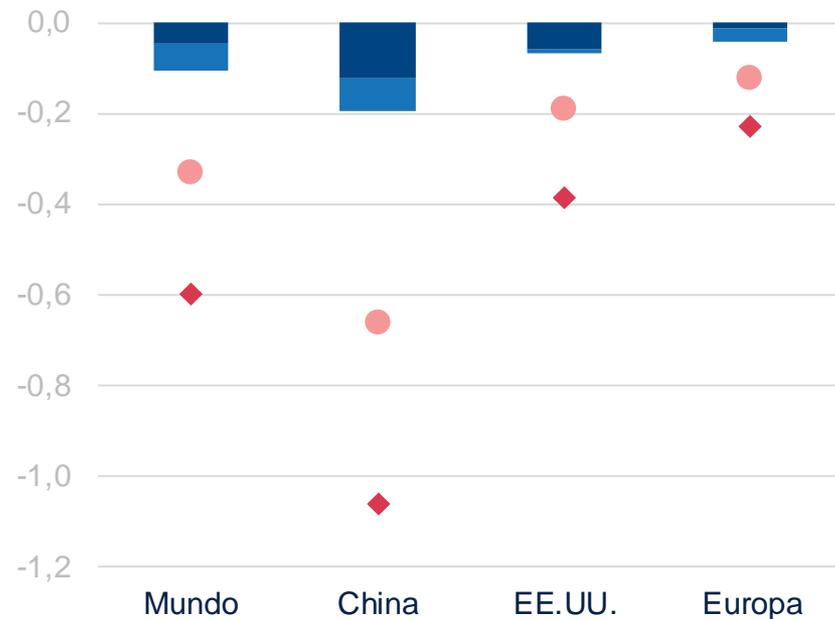


- La guerra comercial ha tenido hasta ahora un impacto limitado, pero puede estar reflejando el adelanto de intercambios internacionales
- Aumenta la volatilidad de los flujos comerciales como consecuencia de la incertidumbre...
- ...ligado a las tensiones comerciales, la situación política y la depreciación de las divisas de las economías emergentes

# EE.UU. y China han anunciado mayores aranceles, aunque con un efecto estimado en el PIB mundial limitado

## Efecto en el crecimiento del PIB de subidas de aranceles de EE.UU. y de la respuesta de otros países

(2018-20, pp)



- El **impacto** sobre el crecimiento de las medidas aprobadas hasta ahora a través **del canal comercial podría ser limitado**, pero **los efectos indirectos serían considerables**, especialmente para China y las economías emergentes
- La **firma del USMCA**, a falta de su aprobación, reduce la incertidumbre con México y Canadá
- En **Europa**, el aumento de **aranceles a los automóviles se encuentra de momento congelado**, aunque volverá a negociarse a partir de noviembre

■ Aprobado canal / confianza financiero

■ Aprobado canal/ comercial

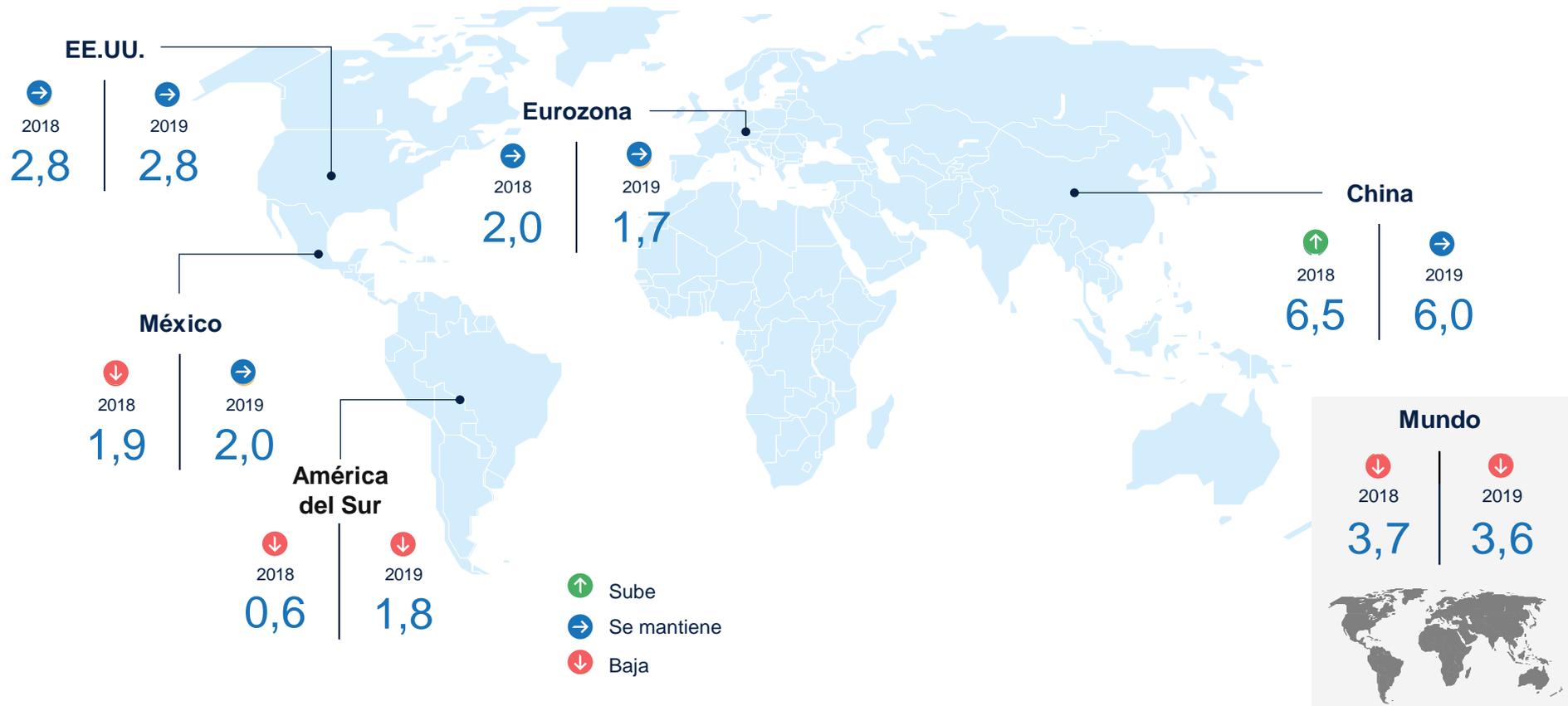
● Tarifas 25%

◆ Todas las importaciones de China

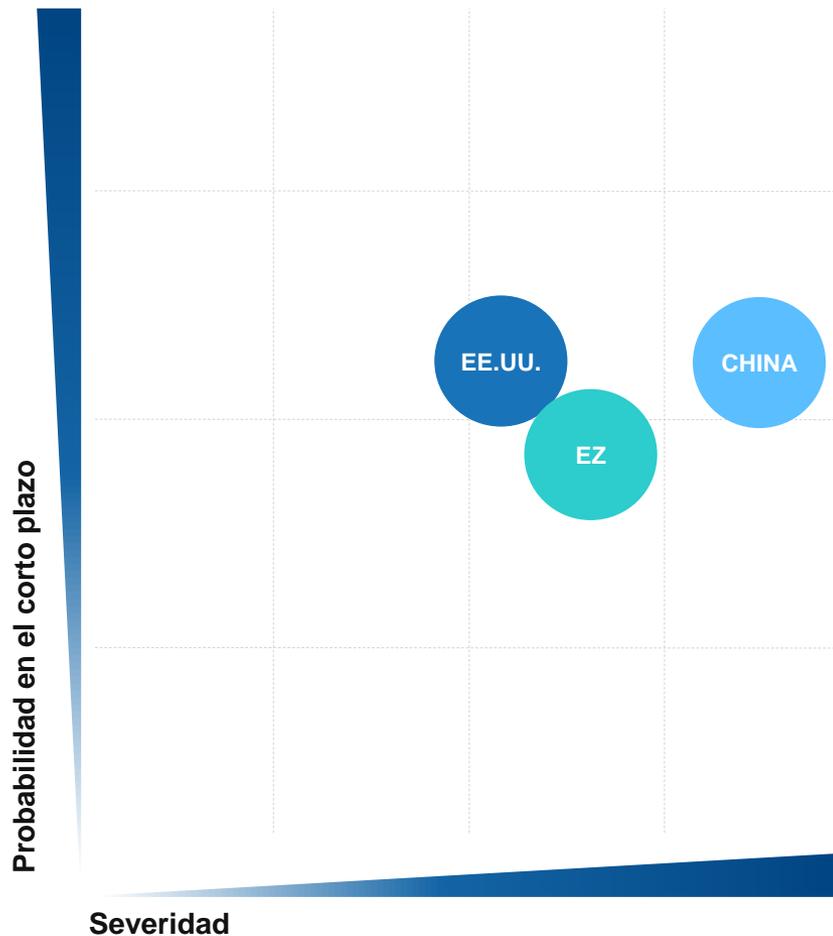
Subida aranceles aprobada: EE.UU. (25% a acero, 10% a aluminio, 25% a importaciones chinas por valor de 50000 millones de dólares y 10% por valor de 200000 millones); China (25% a importaciones de EE.UU. por valor de 50000 millones de dólares y 10% a 60000 millones)

Fuente: BBVA Research

# La revisión a la baja del crecimiento en las economías emergentes explica la moderación esperada del crecimiento global en 2019



# Riesgos globales: El proteccionismo y la salida de la Fed siguen siendo los más relevantes, pero aumenta la incertidumbre política en Europa



## CHINA

- **Proteccionismo:** al alza (nuevos aranceles y represalias) con impacto sobre las políticas domésticas (estabilidad financiera, reformas)
- **Alto endeudamiento:** más contenido a corto plazo, pero mayor a medio plazo (deuda privada continúa en aumento)

## EE.UU.

- **Salida de la Fed:** subidas de tipos superiores a lo esperado
  - Impacto diferencial sobre mercados emergentes
- **Proteccionismo:** al alza y concentrado en China
- **Recesión económica:** baja probabilidad, pero al alza
- **Señales de inestabilidad financiera** en algunos activos

## EUROZONA

- **Riesgo político:** al alza, liderado por **tensiones en Italia** y *Brexit*
- **Proteccionismo:** más contenido. Foco en el sector automovilístico
- **Salida del BCE:** bajo



Las tensiones en economías emergentes pueden amplificar los impactos de los riesgos globales (efectos de “segunda ronda” sobre el crecimiento mundial)



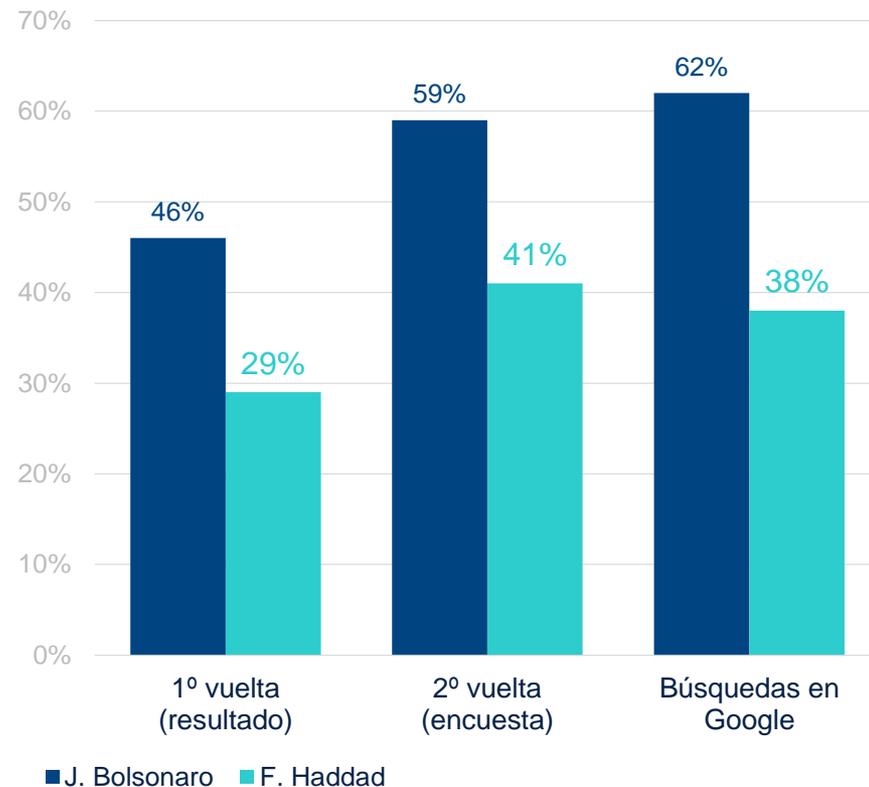
# 02

## **Brasil: Una lenta recuperación por delante**

# Jair Bolsonaro, el favorito para ser el presidente de Brasil en entre 2019 y 2022

## Elecciones: Resultado de la 1ª vuelta, encuesta de la 2ª vuelta y búsquedas en Google<sup>(\*)</sup>

(%)



(\*) Resultados de la 1ª vuelta y encuesta: proporción de votos válidos. En la 1ª vuelta los demás candidatos alcanzaron juntos el 25% de los votos válidos. La encuesta de DATAFOLHA se realizó los días 17 y 18 de octubre. Las búsquedas en Google se refieren a las búsquedas relacionadas al tema "gobierno" realizadas entre el 15 y el 22 de octubre.

Fuente: TSE, IDATAFOLHA, GoogleTrends, BBVA Research

- El conservador J. Bolsonaro y el izquierdista F. Haddad se disputarán la presidencia de Brasil en la segunda vuelta de las elecciones el día 28 de octubre, el primero situado como claro favorito
- El Congreso resultó renovado después de las elecciones el día 7 de octubre. Sin embargo, seguirá exhibiendo un elevado grado de fragmentación, si bien con un perfil algo más conservador que el anterior
- La fragmentación del Congreso será un desafío para la gobernabilidad. El próximo presidente tendrá que construir una coalición de muchos partidos para poder aprobar medidas y reformas importantes

# La fragmentación del Congreso, la polarización política y la presión de los mercados reducirán el margen de maniobra del próximo gobierno

## Escenario base: Lo más probable es un ajuste fiscal menos ambicioso

Los mercados dejarán poco espacio para una política económica poco pragmática. Así, sea quien sea el próximo presidente, deberá presentar un plan para frenar el deterioro de las cuentas públicas y mantener la estabilidad macroeconómica. Asimismo, como el entorno político seguirá polarizado y tomando en cuenta que el Congreso estará muy fragmentado, difícilmente se logrará aprobar una reforma ambiciosa del sistema de pensiones (clave para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública). Lo más probable es que se implemente una reforma descafeinada, así como otras medidas para aumentar la recaudación y reducir el gasto público. Tomando estos supuestos sobre las políticas del próximo gobierno como base, construimos nuestro escenario macroeconómico para Brasil en los próximos años, detallado en las próximas láminas.

## Escenario alternativo positivo: Una reforma más agresiva del sistema de pensiones crearía las condiciones para un mayor crecimiento económico

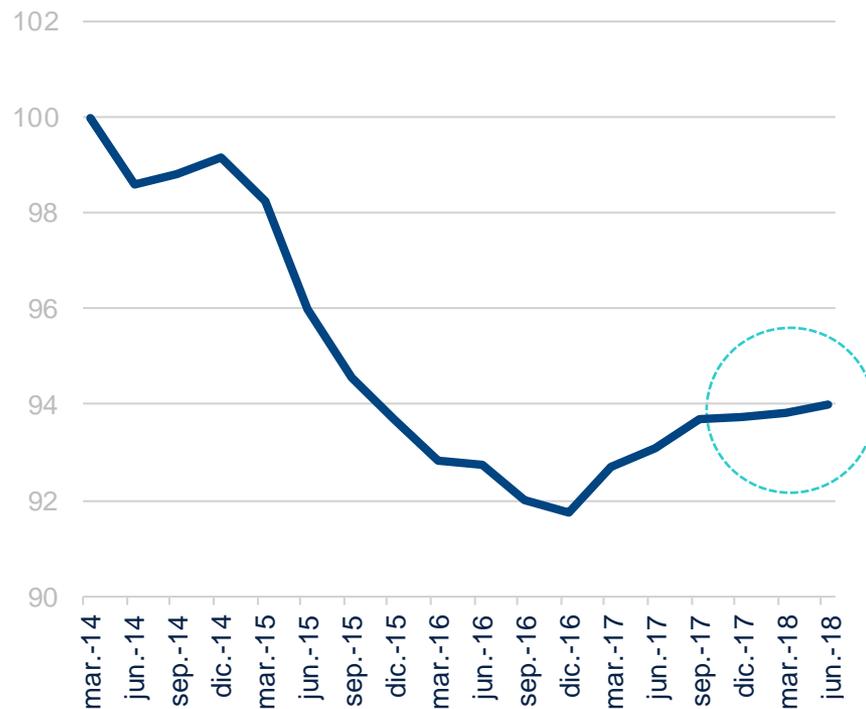
Una reforma ambiciosa del sistema de pensiones, que aseguraría su solvencia en el medio y largo plazo, garantizaría la sostenibilidad de la deuda pública, generaría una apreciación significativa del tipo de cambio y permitiría al país crecer por encima de 3% en los próximos años, principalmente si se adoptan otras políticas y reformas que estimulen el aumento de la productividad.

## Escenario alternativo negativo: No afrontar el problema fiscal podría generar una nueva crisis

La falta de medidas concretas para frenar el deterioro fiscal tendría un impacto negativo sobre la confianza. Asimismo, el tipo de cambio se depreciaría, aumentando la presión sobre los precios internos y sobre los tipos de interés. En tal entorno, una crisis como la 2015-16 no se podría descartar.

# En un entorno de creciente incertidumbre política, el PIB se moderó y la volatilidad financiera aumentó en los últimos trimestres

**PIB: evolución trimestral desde el inicio de 2014**  
(Índice = 100 en marzo/2014; serie desestacionalizada)



Fuente: IBGE, BBVA Research

El crecimiento del PIB se moderó en los últimos tres trimestres (crecimiento promedio de 0,1% t/t) tras una expansión más fuerte en los tres primeros trimestres de 2017 (crecimiento promedio de 0,7% t/t). Ahora mismo el PIB es un 6% menor que el de antes de la crisis

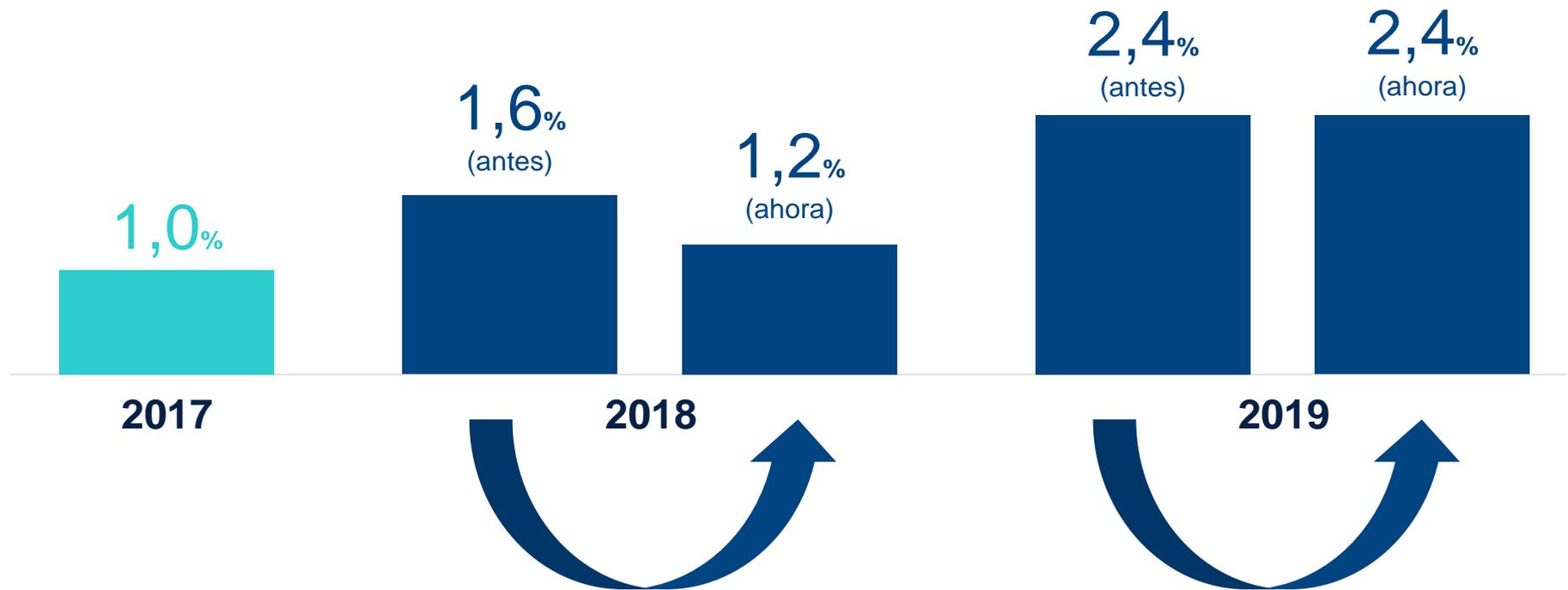
**Índice BBVA de tensiones financieras**  
(Promedio desde ene-06 = 0)



Fuente: BBVA Research

Las tensiones financieras han vuelto a alcanzar niveles elevados. Asimismo, en las últimas semanas, el tono ha sido (excesivamente) positivo por la menor preocupación de los mercados con el escenario político tras las elecciones

## Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento: La recuperación de la actividad será aún más gradual de lo esperado

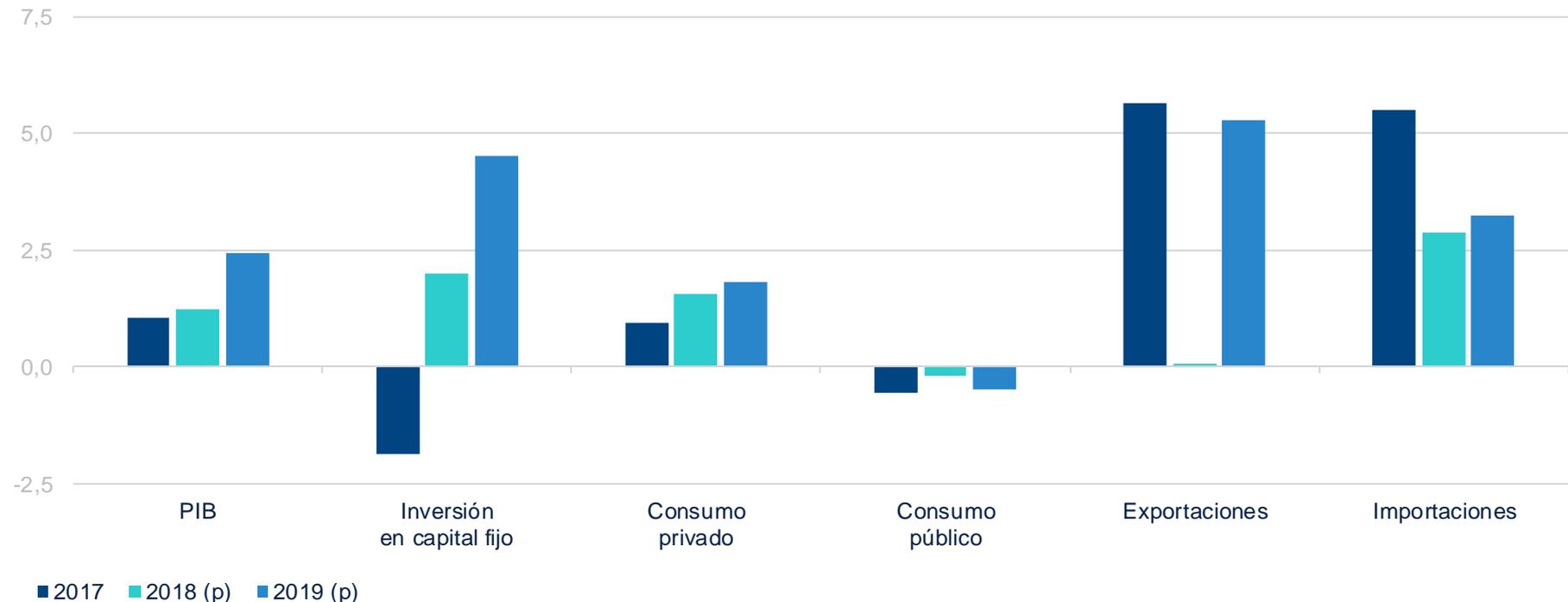


La menor expansión de la economía en los últimos trimestres y las mayores turbulencias en los mercados financieros, en un entorno de creciente incertidumbre política, han determinado una nueva revisión a la baja del crecimiento en 2018

Mantenemos la previsión de 2,4% para el 2019, con un sesgo a la baja. A partir de 2020, el crecimiento del PIB estaría alrededor del 2,0%. Una expansión más fuerte requeriría la aprobación de reformas económicas, que ahora mismo parecen poco probables

# El mayor dinamismo del consumo privado y, especialmente, de la inversión serán los principales motores de la recuperación

## Crecimiento del PIB y de sus componentes(\*) (%)



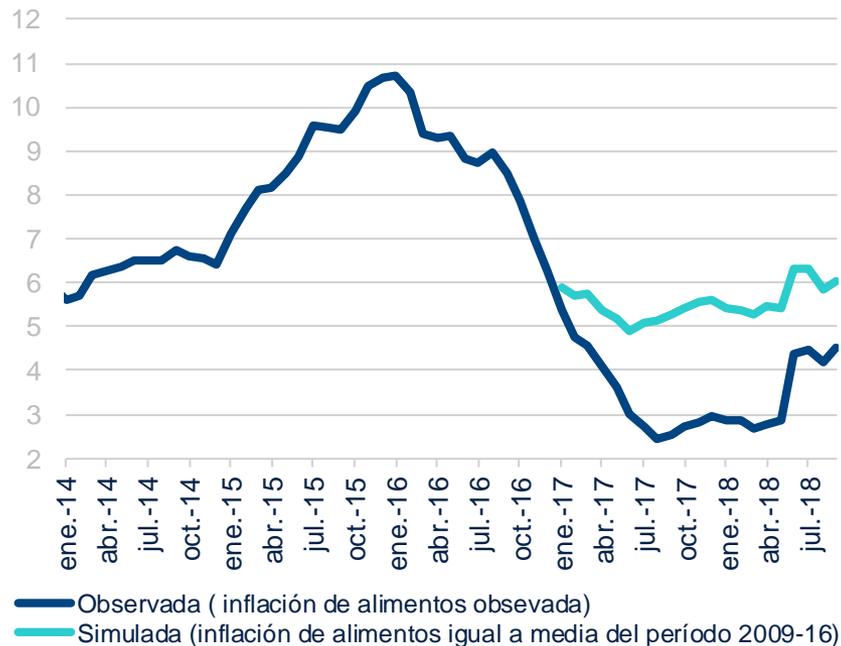
(\*) (p) = Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

Hemos revisado a la baja nuestras previsiones para la inversión, pero seguimos pensando que va a liderar el proceso de recuperación gradual de la economía en los próximos trimestres. El principal determinante sería un posible repunte de la confianza tras las elecciones

En los próximos trimestres el crecimiento del PIB debería acelerarse. En concreto, prevemos una expansión de alrededor del 0,6% t/t durante la segunda mitad de 2018 y durante 2019

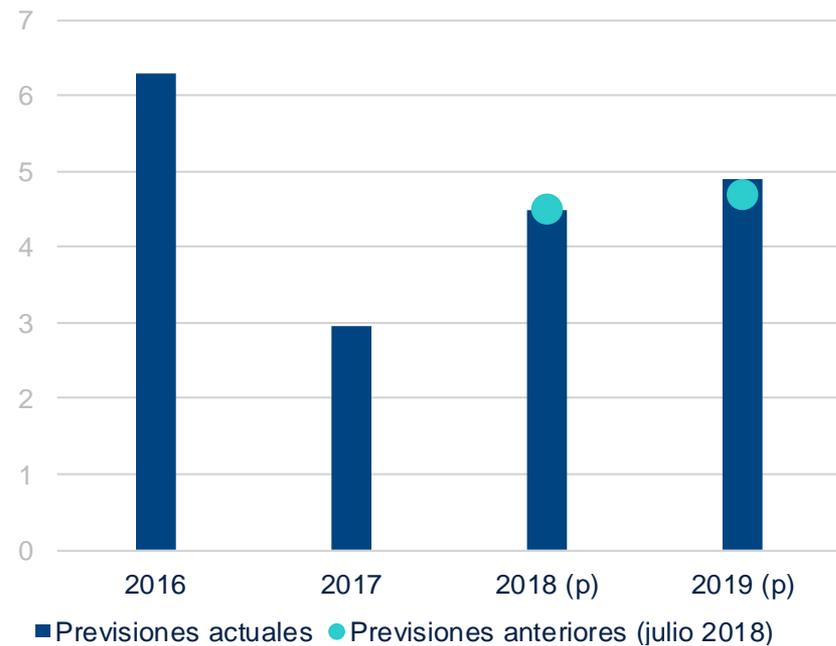
# La inflación debe alcanzar el 4,5% este año y converger a 4,9% en 2019, algo por encima del objetivo

**Inflación: IPCA(\*)**  
(% a/a)



(\*) Para la simulación de la inflación a partir de enero de 2017 se reemplaza la inflación de alimentos observada por el promedio de la inflación de alimentos en el período 2009-16 (8,75%).  
Fuente: BBVA Research

**Inflación: IPCA(\*)**  
(% a/a; fin de período)



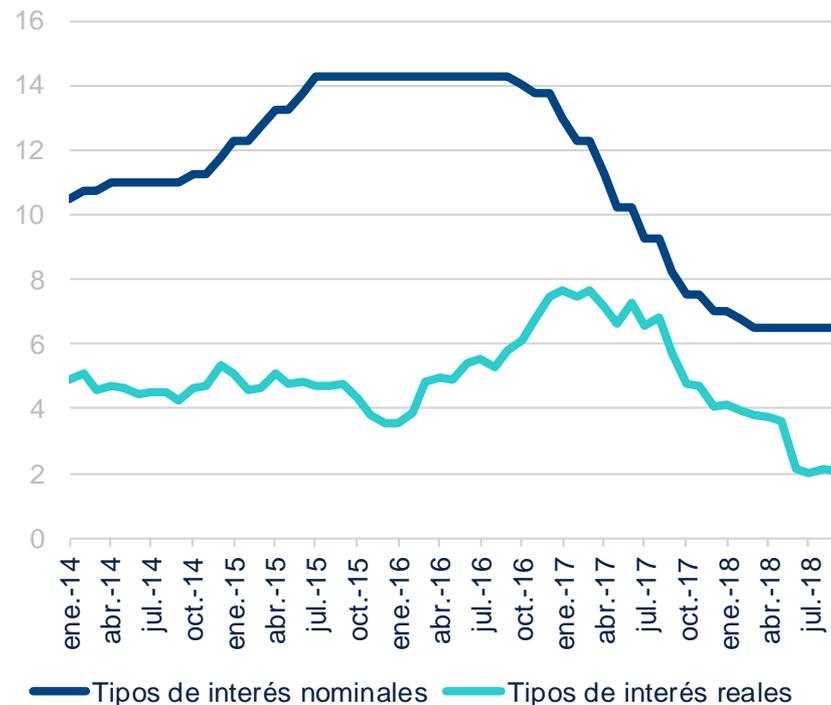
(\*) (p) = Previsiones.  
Fuente: BBVA Research

La inflación ha estado hasta hace poco en niveles muy bajos, básicamente por factores coyunturales (demanda débil, efectos climáticos positivos sobre la oferta de alimentos, bajo precio de la energía...) En los últimos meses estos factores han dejado de contribuir de manera tan benigna...

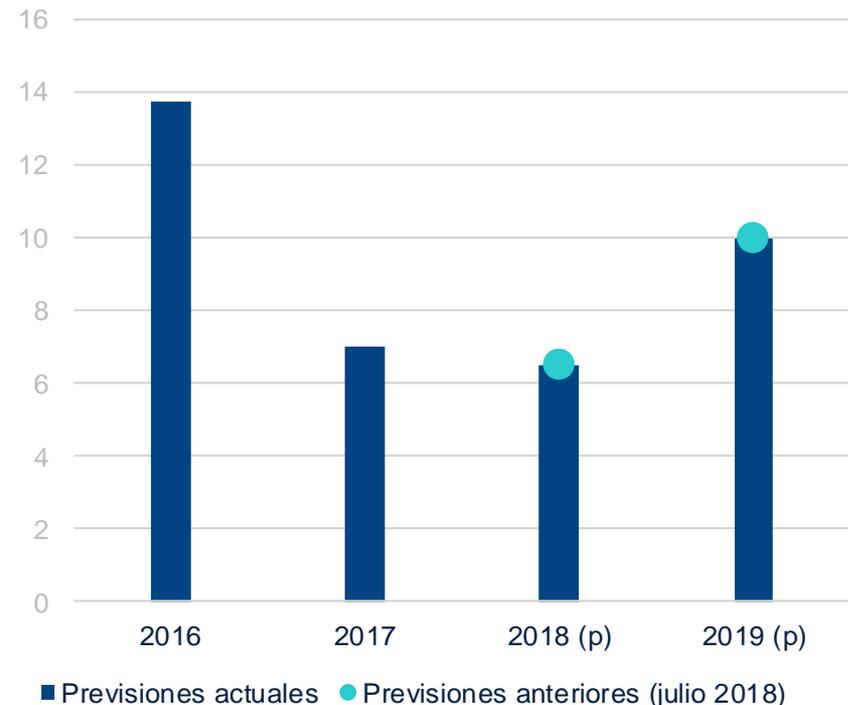
... algo que seguirá ocurriendo hacia delante. Prevedemos, así, un incremento de las presiones alcistas sobre los precios en 2019, de manera que la inflación debe estar por encima del objetivo del 4,25%

# El Banco Central pronto iniciará un ciclo de endurecimiento de las condiciones monetarias

## Tipos de interés SELIC (% a/a)



## Tipos de interés SELIC(\*) (% a/a; fin de período)



Fuente: BBVA Research

(\*) (p) = previsiones  
Fuente: BBVA Research

Esperamos una primera subida de los tipos de interés SELIC en la primera reunión de política monetaria de 2019 (en febrero). Ajustes adicionales a lo largo del próximo año harán que los tipos SELIC converjan al 10%

El próximo gobierno podría proponer cambios en la dirección del Banco Central de Brasil, ya que la institución no es legalmente independiente. A pesar de los riesgos, en principio no se esperan sorpresas negativas

# Las medidas de ajuste fiscal y el mayor crecimiento permitirían una caída del déficit primario, pero el gasto con intereses seguiría alto

## Resultado fiscal(\*) (% del PIB)



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

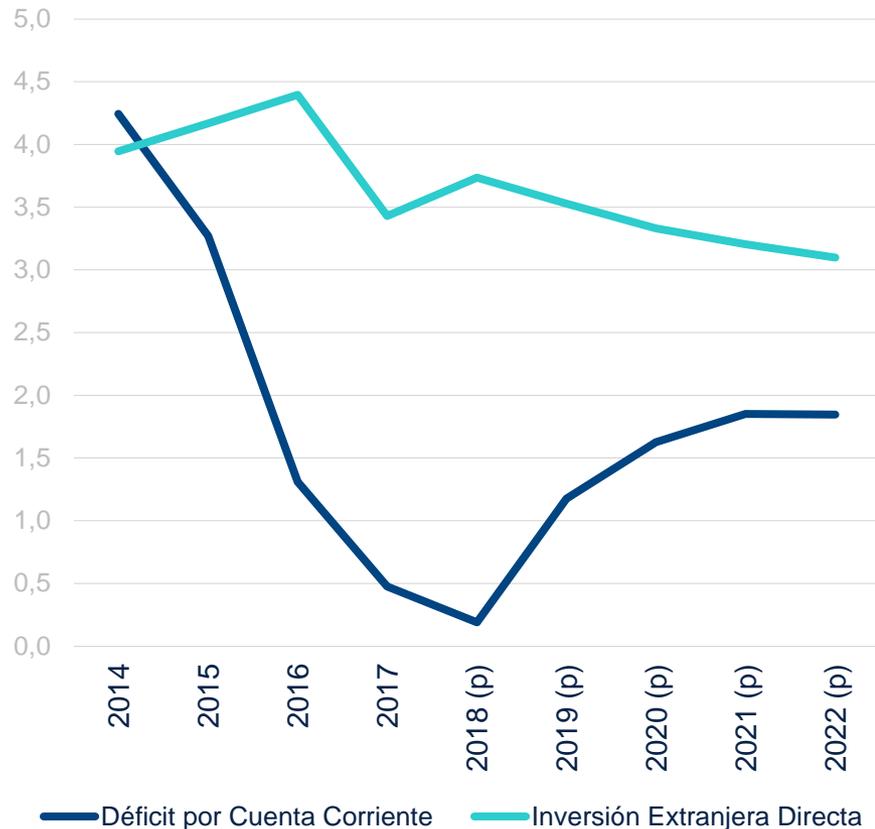
(\*) (p) = Previsiones.  
Fuente: BCB, BBVA Research

- Todavía hay mucha incertidumbre sobre como el próximo gobierno afrontará el problema fiscal en el futuro
- Presionado por los mercados, lo más probable es que el próximo presidente tome medidas para reducir la vulnerabilidad fiscal
- En todo caso, la fragmentación del Congreso y la polarización política hacen que una reforma ambiciosa de la seguridad social sea poco probable
- Preveemos una gradual reducción del déficit primario en los próximos años; sin embargo, el pago de intereses podría aumentar en la medida que aumenten los tipos de interés SELIC
- La deuda pública, actualmente del 77% del PIB, seguirá aumentando

# Cuentas externas: no hay signos de vulnerabilidad

## Déficit por Cuenta Corriente e Inversión Extranjera Directa en Brasil(\*)

(% del PIB)



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

- La situación de las cuentas externas es relativamente positiva:
  - Las reservas internacionales son elevadas (20% del PIB)
  - La deuda externa total es de cerca de 15% del PIB, inferior al nivel de reservas
  - 82% de la deuda externa es de largo plazo
  - Más de 90% de la deuda pública está denominada en moneda local
  - El déficit por cuenta corriente está acotado (0,8% del PIB en agosto)
  - La inversión extranjera directa en Brasil se mantiene relativamente robusta (3,6% del PIB en agosto)
- Sin embargo, el mayor dinamismo de la demanda interna provocará un aumento del déficit por cuenta corriente en los próximos años

# Calma tras la tormenta en los mercados cambiarios

## Tipo de cambio nominal

(Dólares americanos / reales brasileños)

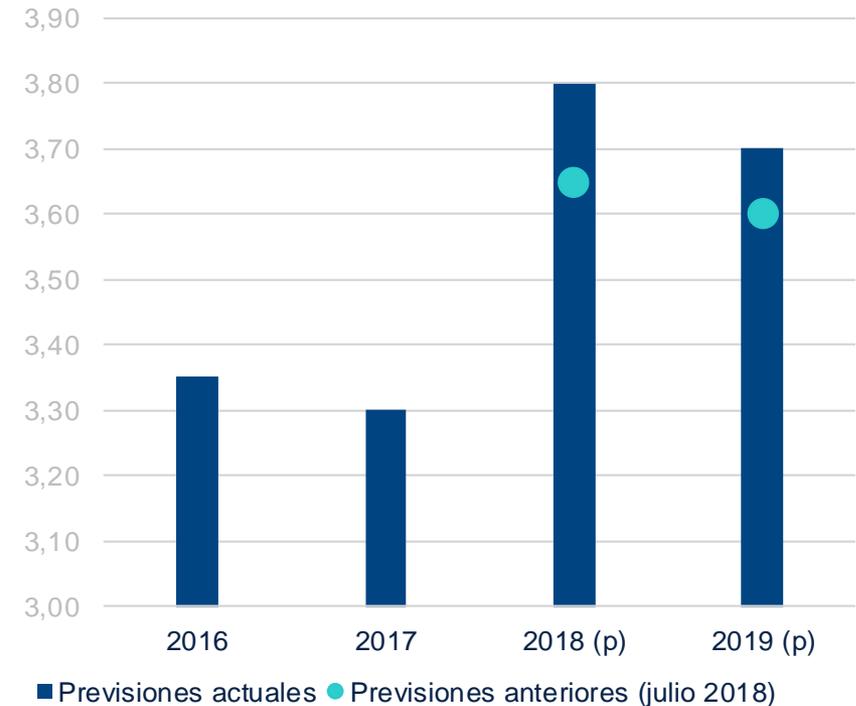


Fuente: BBVA Research

En las últimas semanas el tipo de cambio se apreció significativamente, desde alrededor de 4,15 hasta cerca de 3,7, en buena parte debido a una valoración (¿excesivamente?) positiva del escenario tras las elecciones por parte de los mercados

## Tipo de cambio nominal(\*)

(Dólares americanos / reales brasileños; fin de período)



(\*) (p) = Previsiones.

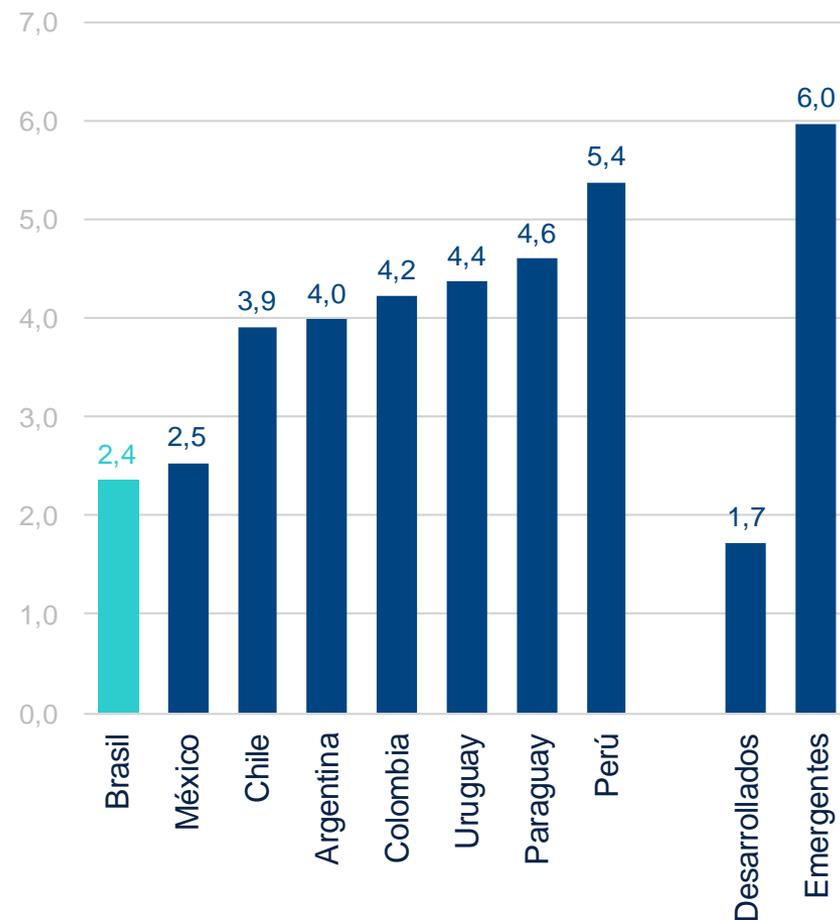
Fuente: BBVA Research

La volatilidad puede regresar, principalmente después de las elecciones, cuando se empiece a concretar la política económica para los próximos cuatro años. Asimismo, prevemos que el real brasileño flotará alrededor del 3,8 en los próximos trimestres

# Considerándolo todo, en los próximos años Brasil difícilmente será capaz de recuperar el crecimiento perdido

## Crecimiento del PIB: promedio entre 2003 y 2017

(%)



- Incluso si la esperada recuperación de la actividad se materializa, el crecimiento brasileño seguirá siendo relativamente modesto, alrededor del 2%
- Brasil, por lo tanto, seguirá creciendo menos que la mayoría de las economías latinoamericanas y emergentes, e incluso menos que algunas economías desarrolladas (al menos en términos per cápita)
- Esto no será una novedad: entre 2003 y 2017 el crecimiento promedio fue de 2,4%, mientras la mayor parte de las economías de la región creció al menos al 4% y los emergentes en su conjunto crecieron alrededor del 6%
- Recuperar en las próximas décadas el crecimiento perdido requeriría, entre otras cosas, reformas estructurales que aumentasen la productividad



# 03

## **Brasil: Tabla de previsiones**

# Previsiones para Brasil

|  | 2016  | 2017 | 2018 (p) | 2019 (p) |
|--|-------|------|----------|----------|
| <b>PIB (%)</b>                                     | -3,4  | 1,0  | 1,2      | 2,4      |
| Consumo privado (%)                                | -4,3  | 0,9  | 1,6      | 1,8      |
| Consumo público (%)                                | -0,1  | -0,6 | -0,2     | -0,5     |
| Inversión en capital fijo (%)                      | -10,3 | -1,9 | 2,0      | 4,5      |
| Exportaciones (%)                                  | 1,9   | 5,7  | 0,1      | 5,3      |
| Importaciones (%)                                  | -10,2 | 5,5  | 2,9      | 3,2      |
| <b>Tasa de desempleo (promedio)</b>                | 11,3  | 12,7 | 12,3     | 11,0     |
| <b>Inflación (fin de período, a/a %)</b>           | 6,3   | 2,9  | 4,5      | 4,9      |
| <b>Tasa SELIC (fin de período, a/a %)</b>          | 13,75 | 7,00 | 6,50     | 10,0     |
| <b>Tipo de cambio (fin de período)</b>             | 3,35  | 3,30 | 3,80     | 3,70     |
| <b>Cuenta corriente (% del PIB)</b>                | -1,3  | -0,5 | -0,2     | -1,2     |
| <b>Saldo fiscal del sector público (% del PIB)</b> | -9,0  | -7,8 | -7,9     | -5,8     |

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research

Este informe ha sido elaborado por la unidad de América Latina

Enestor Dos Santos  
enestor.dossantos@bbva.com

## BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

### Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

### Economía Digital

Alejandro Neut  
robertoalejandroneut@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