

Situación Brasil

3T19

Julio 2019

Mensajes clave



Las persistentes tensiones comerciales y la ralentización del crecimiento mundial impactarán negativamente a la economía brasileña. Sin embargo, las medidas adicionales de estímulo a la actividad en las principales economías mundiales, de carácter monetario sobre todo, podrán generar cierto margen de maniobra al país.



La previsión de crecimiento del PIB en 2019 se revisa a la baja, desde 1,8% hasta 0,9%. El mayor pesimismo con respecto a la actividad económica en el corto plazo se explica por la significativa sorpresa a la baja del crecimiento en la primera mitad del año, relacionada tanto a un entorno global más negativo, como a un fuerte deterioro de la confianza.



El mayor pesimismo con respecto al crecimiento no se extiende más allá de 2019. Las señales recientes refuerzan las perspectivas de aprobación en la segunda mitad del año de la reforma de la seguridad social, que se espera cree las condiciones para una gradual recuperación de la confianza y de la economía. Así, se mantiene la previsión de crecimiento de 1,8% en 2020, y se le añade un sesgo al alza.



El giro de la Fed hacia una política monetaria aún más acomodaticia así como los avances en el sentido de aprobar la reforma de la seguridad social y la asociada reducción del riesgo fiscal, en un contexto de inflación relativamente bajo control, van a permitir el anuncio de nuevas medidas de estímulo a la economía. En particular, el banco central recortará los tipos de interés desde 6,5% hasta 5,5%, entre septiembre (o incluso antes) y el inicio de 2020.

Índice

- 01 Entorno global: el crecimiento se suavizará, en medio de medidas de estímulo y tensiones comerciales
- 02 Brasil: se mantienen las perspectivas de recuperación, a pesar del mal inicio de año
- 03 Brasil: tabla de previsiones

01

Entorno global:
el crecimiento se
suavizará, en medio
de medidas de estímulo
y tensiones comerciales

La escalada proteccionista mantiene la incertidumbre elevada, incluso después de la reciente tregua entre EE.UU. y China

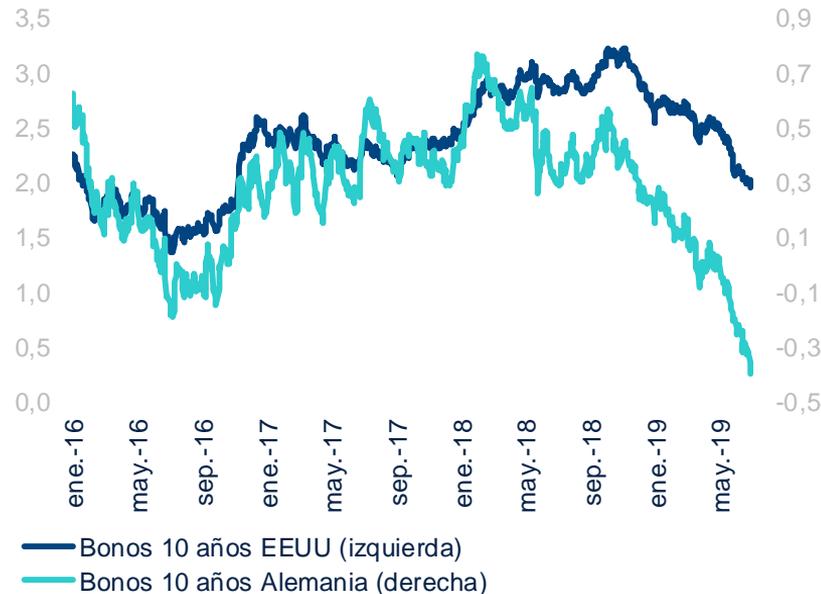
ÍNDICE DE GUERRA COMERCIAL: BÚSQUEDAS EN GOOGLE SOBRE EL TÉRMINO "GUERRA COMERCIAL" (ÍNDICE DE 0 A 100)



En los mercados financieros hay efecto refugio hacia valores seguros

RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA

(%)



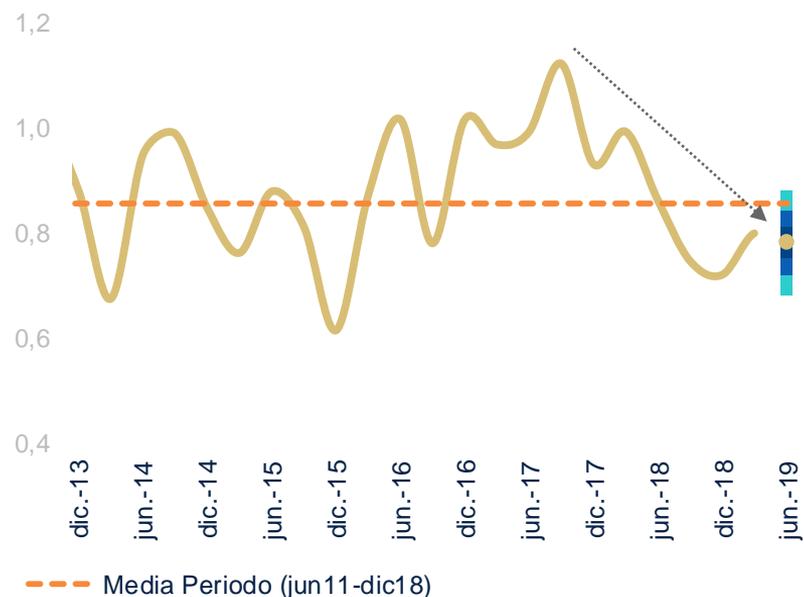
Fuente: BBVA Research y Bloomberg

- Muy baja rentabilidad de la deuda soberana por las tensiones comerciales y los riesgos para el crecimiento.
- El giro de la Fed y del BCE impulsó una búsqueda por rentabilidad y ganancias en los mercados periféricos...
- ...sin generar un apetito generalizado por riesgo.

El crecimiento global continúa en una suave trayectoria descendente, a pesar del rebote en el primer trimestre

CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL

(PREVISIONES BASADAS EN EL MODELO BBVA-GAIN; % T/T)



- Crecimiento bajo desde mediados de 2018.
- Desempeño particularmente débil de exportaciones y manufacturas.
- El crecimiento en 1T19 fue mayor que lo previsto; y no se esperan cambios para el 2T19.

En un entorno de persistente incertidumbre y baja inflación, los bancos centrales cambian su postura y consideran estímulos adicionales

PROBABILIDAD DE RECORTES EN LOS TIPOS DE INTERÉS POR LA FED Y EL BCE SEGÚN MERCADOS FINANCIEROS (%)



De cara al futuro, se espera que las medidas expansivas adicionales compensen el efecto de las tensiones comerciales



Tensiones comerciales elevadas

- El proteccionismo ya ha generado daños irreversibles.
- La rivalidad estratégica entre EEUU y China no desaparecerá.
- La incertidumbre seguirá pesando en las decisiones de inversión.



Nuevas medidas de estímulo

- FED y BCE: recortes de tipos en el corto plazo.
- China: estímulos adicionales.
- Las nuevas medidas mantendrán las tensiones financieras acotadas.
- Moderación de los flujos de capital a economías emergentes.

Las tensiones comerciales tendrán un efecto negativo en el crecimiento global

IMPACTO EN EL NIVEL DEL PIB DE DOS ESCENARIOS DE GUERRA COMERCIAL EN EEUU Y CHINA (IMPACTO ACUMULADO EN DOS AÑOS, PP)



- Escenario 1: medidas ya aprobadas
- Escenario 2: medidas ya aprobadas y adicionales

Escenario 1: Medidas aprobadas por EEUU: aranceles de 25% sobre el acero, de 10% sobre el aluminio y de 25% sobre USD 250.000 millones de importaciones de China. Retaliación de China: 25% sobre USD 110.000 millones de importaciones de EEUU.

Escenario 2: Medidas de EEUU: medidas ya aprobadas más aranceles de 25% en todas las importaciones de China. Retaliación de China: aranceles de 25% en USD 130.000 millones de importaciones de EEUU.

Fuente: BBVA Research

IMPACTO EN EL NIVEL DEL PIB DE DOS ESCENARIOS DE GUERRA COMERCIAL PAÍSES SELECCIONADOS (IMPACTO ACUMULADO EN DOS AÑOS, PP)



- Escenario 1: medidas ya aprobadas
- Escenario 2: medidas ya aprobadas y adicionales

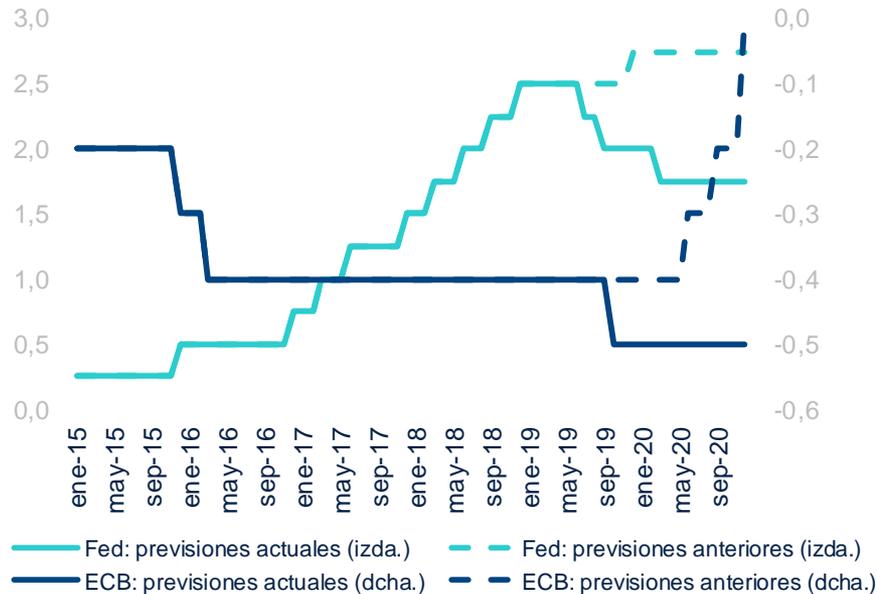
Escenario 1: Medidas aprobadas por EEUU: aranceles de 25% sobre el acero, de 10% sobre el aluminio y de 25% sobre USD 250.000 millones de importaciones de China. Retaliación de China: 25% sobre USD 110.000 millones de importaciones de EEUU.

Escenario 2: Medidas de EEUU: medidas ya aprobadas más aranceles de 25% en todas las importaciones de China. Retaliación de China: aranceles de 25% en USD 130.000 millones de importaciones de EEUU.

Fuente: BBVA Research

El esfuerzo contracíclico continuará siendo liderado por los bancos centrales

FED Y BCE: TIPOS DE INTERÉS (%, FIN DE PERÍODO)

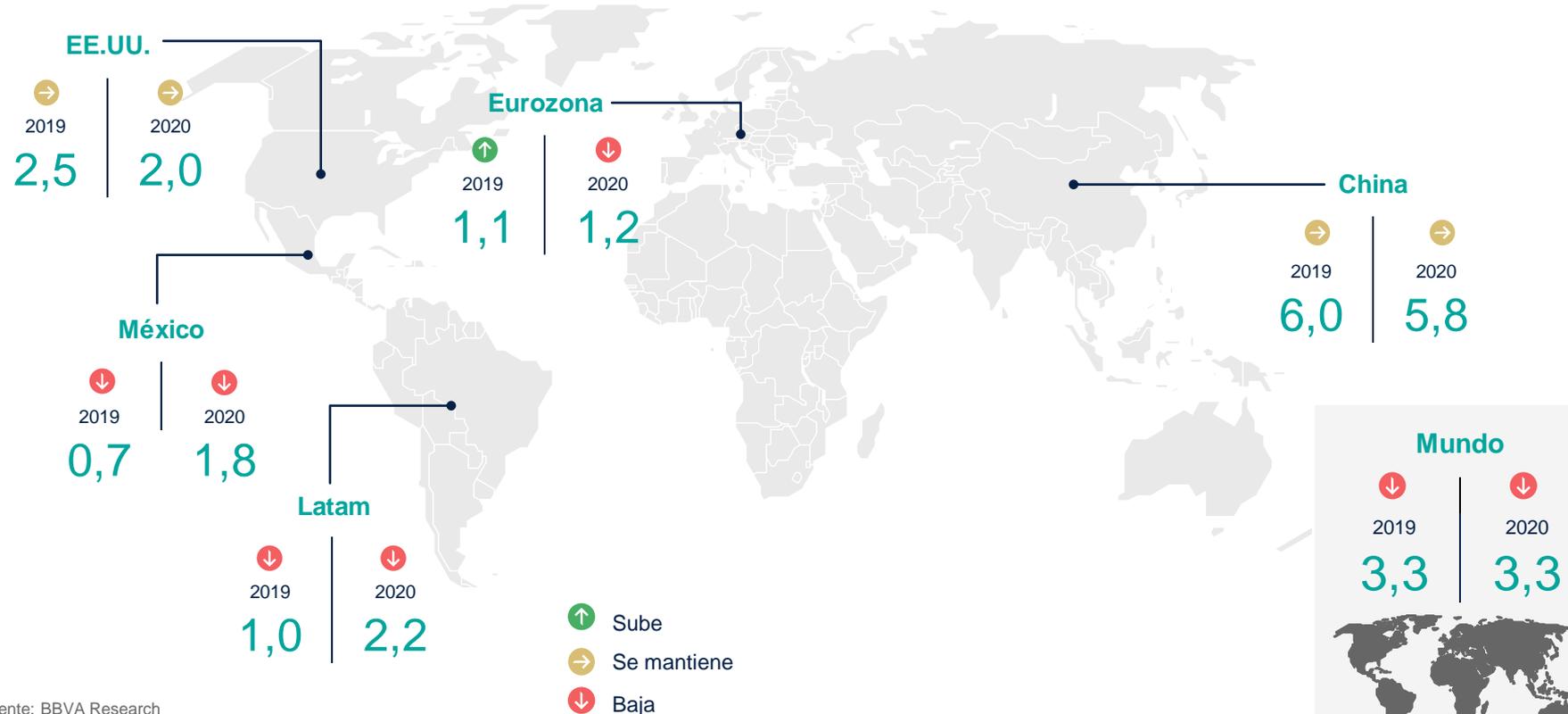


(*) Tipos de interés de depósitos en el caso del BCE.

Fuente: BBVA Research

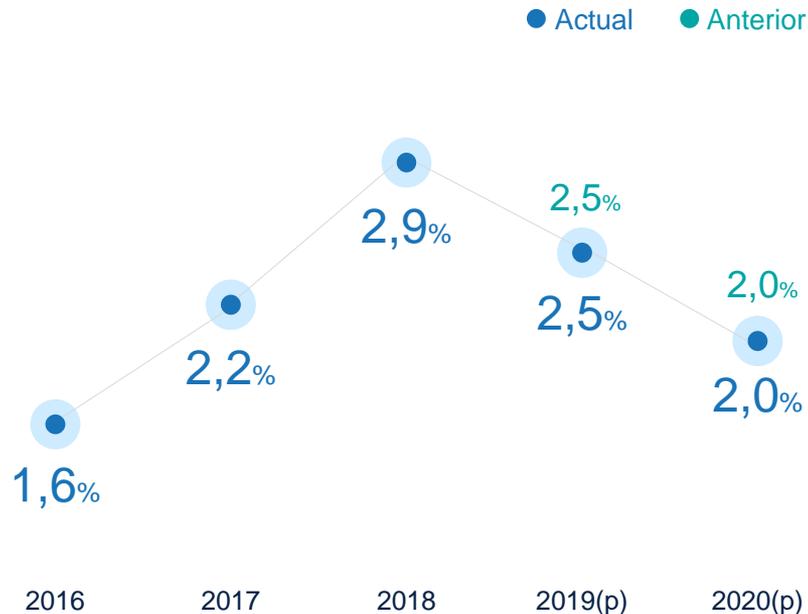
- Los riesgos para el crecimiento y la baja inflación crean margen para tipos más bajos por más tiempo.
- Fed: recortes de hasta 75pbs.
- BCE, nuevas medidas esperadas:
 - recorte en 10bps de los tipos de depósito en el 3T19.
 - sistema escalonado de depósitos.
 - refuerzo del forward guidance.
- En China, también la política fiscal jugará un papel en el esfuerzo por sostener el crecimiento.

El crecimiento global se estabilizará en niveles relativamente más bajos



EEUU: el crecimiento se desacelerará, con un apoyo mayor al esperado de la Fed

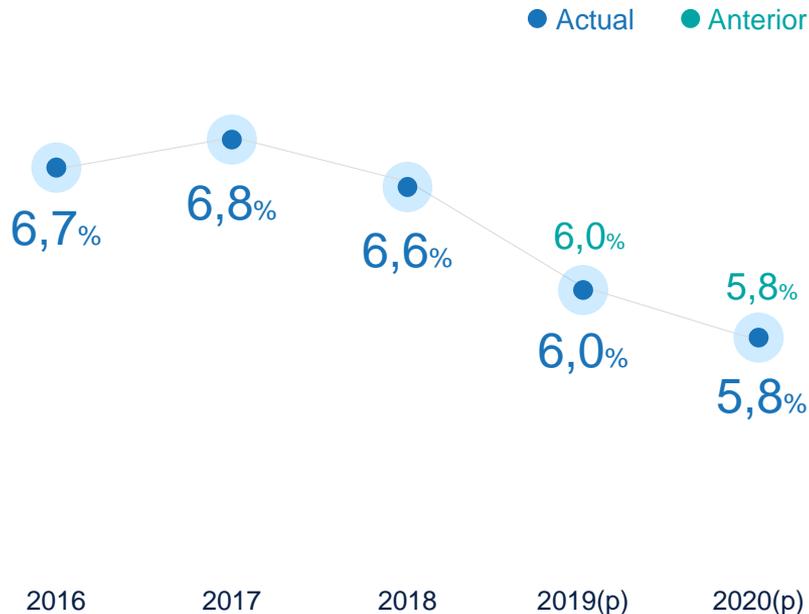
CRECIMIENTO DEL PIB (%)



- El crecimiento del PIB se acercará al crecimiento potencial.
- La inflación subyacente seguirá por debajo del objetivo de 2%.
- La probabilidad de recesión sigue siendo alta, sesgando los riesgos a la baja.

China: medidas adicionales de estímulo para contrarrestar los efectos de las tensiones comerciales

CRECIMIENTO DEL PIB (%)



- Medidas adicionales de estímulo:
 - Emisión de deuda por gobiernos regionales.
 - Estímulo monetario enfocado.
 - Aumento del deficit publico.

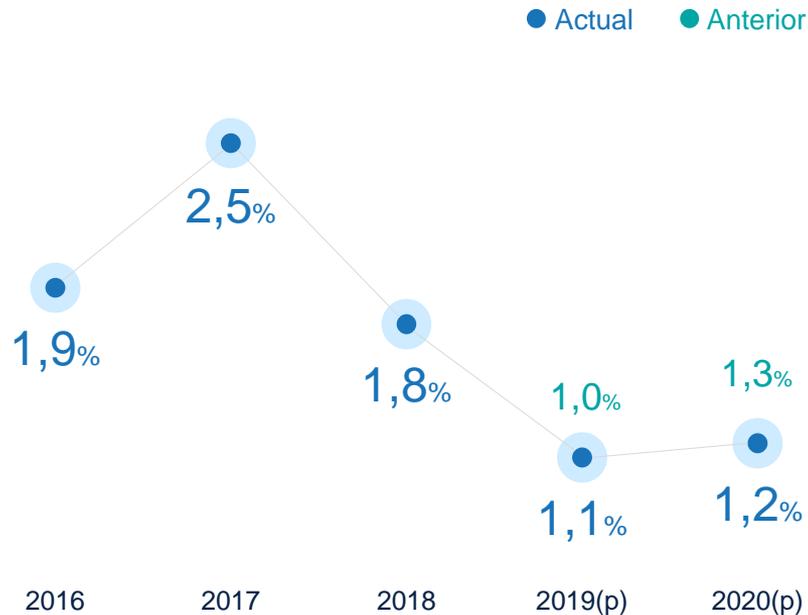
- Mejores perspectivas para el consumo que para exportaciones e inversión.

- Riesgos: desaceleración brusca, desapalancamiento desordenado y guerra comercial.

Eurozona: un crecimiento más suave hacia adelante debido a la debilidad de la industria y a la incertidumbre

CRECIMIENTO DEL PIB

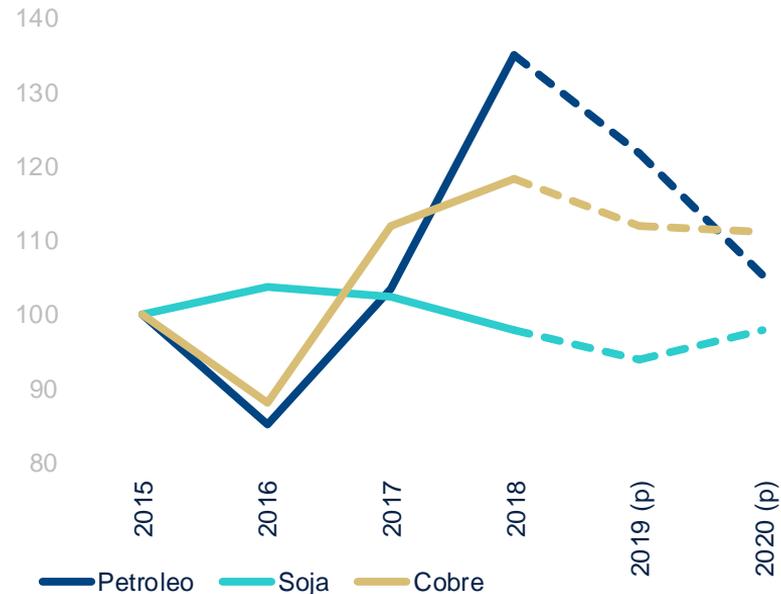
(%)



- La incertidumbre sigue elevada, por temas comerciales y el Brexit.
- La política monetaria apoyará en especial a la demanda interna.
- Política fiscal algo expansiva.
- Aumento gradual de la inflación subyacente.

Un entorno global más negativo pesa sobre los precios de las materias primas

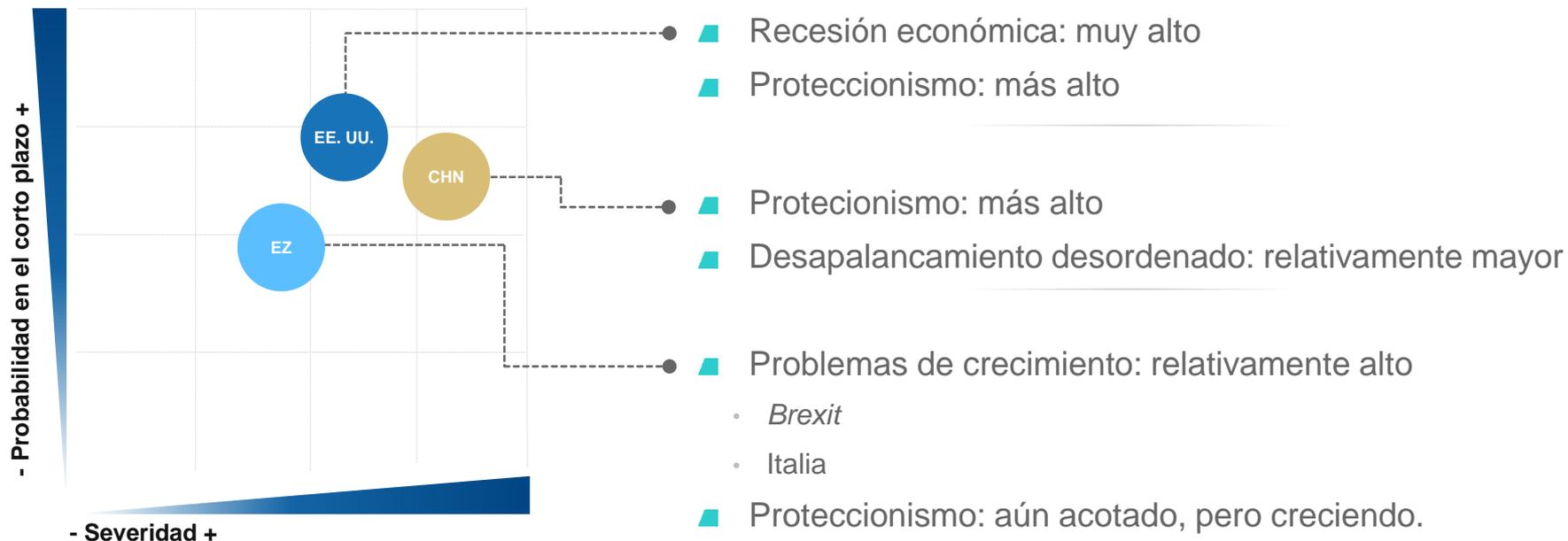
MATERIAS PRIMAS: PRECIOS ANUALES PROMEDIOS (ÍNDICE: PROMEDIO DE 2015 = 100)



(p) Previsiones.
Fuente: BBVA Research

- La incertidumbre y un débil crecimiento mundial afectarán negativamente a los precios.
- Una mayor producción en EEUU ayudará a mantener los precios del **petróleo** limitados, pese los recortes de oferta y tensiones geopolíticas.
- Previsiones de **soja** revisadas a la baja por la ralentización de la demanda y amplios stocks.
- Perspectivas de estabilidad para el **cobre**; la demanda de automóviles eléctricos servirá de apoyo a medio y largo plazo.

Riesgos globales: en aumento debido a la escalada proteccionista, principalmente por el potencial impacto sobre China



Fuente: BBVA Research

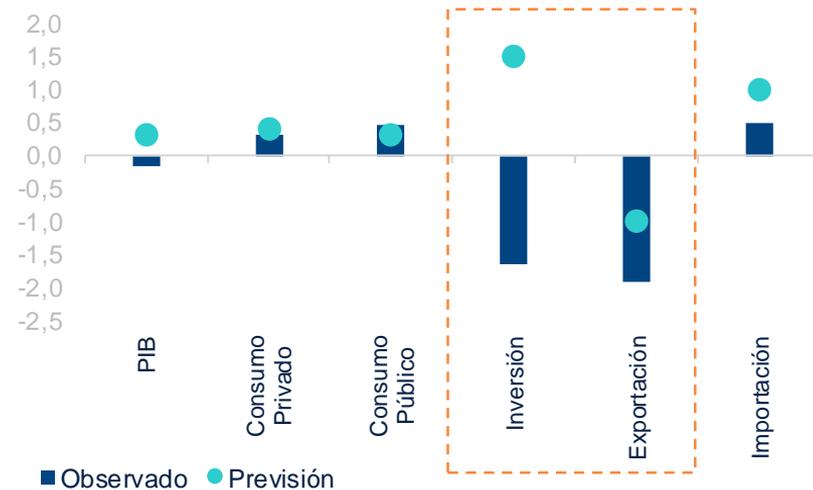
Las vulnerabilidades financieras pueden amplificar la gravedad de los riesgos.

02

Brasil:
se mantienen
las perspectivas
de recuperación,
a pesar del mal
inicio de año

El entorno global y la caída de la confianza han contribuido al débil crecimiento de la actividad en los primeros meses de 2019

CRECIMIENTO DEL PIB: 1T19 (% T/T)



Fuente: BBVA Research, IBGE

ÍNDICES DE CONFIANZA (PROMEDIO JUN/10 A JUN/15 = 100)

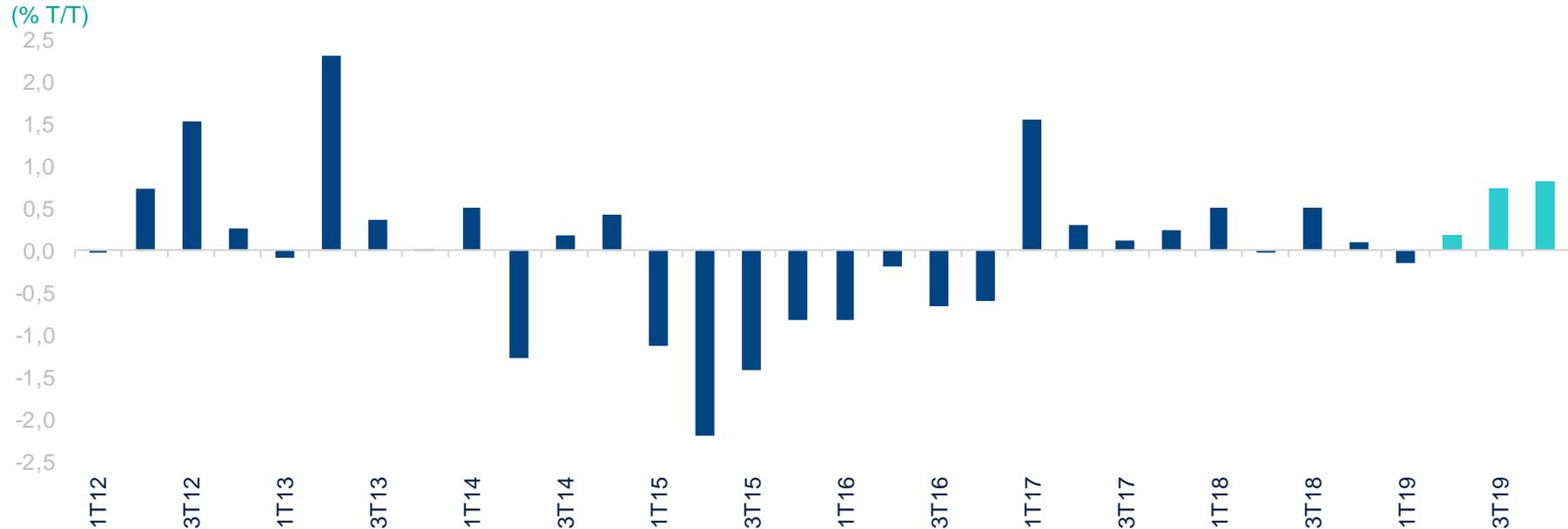


Fuente: BBVA Research, FGV

Entre los factores externos que han pesado negativamente sobre el crecimiento en el 1S19 está la menor demanda de Argentina. Y entre los internos, el aumento de la inflación (hasta mayo), el tono contractivo de la política fiscal y el ruido político. En este contexto, el desempeño de la inversión y de las exportaciones ha sido particularmente débil.

Hacia delante, un aumento gradual del dinamismo económico sigue siendo el escenario más probable

CRECIMIENTO DEL PIB (*)



(*) Previsiones : 2T19 a 4T19
Fuente: BBVA Research

La clave para la esperada recuperación del crecimiento: avances en la aprobación de la reforma de la seguridad social

Avances recientes refuerzan perspectiva de aprobación de la reforma

- La Cámara de los Diputados aprobó en primera vuelta, y con ajustes, la propuesta de reforma de la seguridad social del gobierno.
- La reforma, que se centra en el ajuste del sistema pensional, necesita ahora ser aprobada en **segunda vuelta** por la Cámara antes de ser remetida al **Senado** para su análisis y posterior votación.
- Los avances recientes refuerzan perspectiva de aprobación de la reforma en el 2S19...
- ... y sugieren que el ahorro fiscal total puede ser mayor al que estimamos (alrededor de 650.000 millones de reales en 10 años).

Impacto positivo por aumento de la confianza y por permitir nuevas medidas de estímulo

- La aprobación de la reforma reducirá significativamente, sin eliminar, el riesgo fiscal.
- Así, habrá margen para medidas de estímulo:
 - **monetarias:** recorte de tipos de interés y de encajes.
 - **fiscales:** uso de fondos parafiscales (FGTS), y quizá el control menos estricto del gasto y crédito público.
- La reforma tendrá un efecto positivo en la economía a través del canal de la **confianza**.
- Aprobada la reforma, el gobierno podrá usar su capital político en la adopción de otras **medidas estructurales** (apertura comercial, reforma tributaria, privatizaciones, etc.).

Los malos datos recientes imponen una revisión a la baja en el PIB de 2019, pero la reforma de la seguridad social apoyará la recuperación

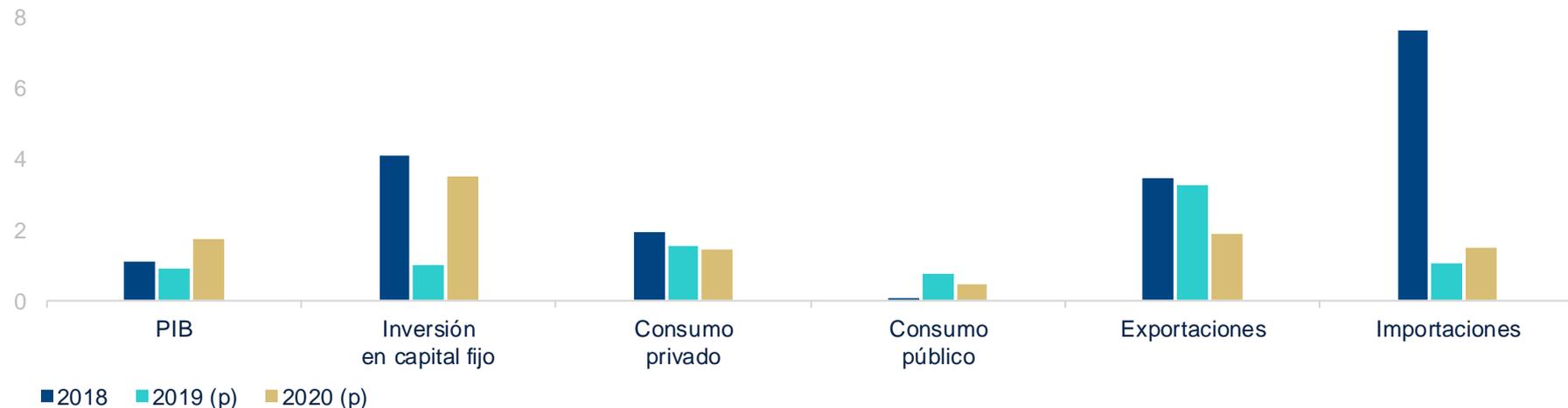


La previsión de 0,9% para 2019 tiene un sesgo bajista ya que factores externos e internos podrían retrasar aún más el proceso de aceleración de la actividad económica. La previsión de 1,8% para 2020, tras las señales más positivas relacionadas a la reforma de la seguridad social, ahora tiene un sesgo alcista.

La debilidad de exportaciones e inversión explica la revisión del PIB en 2019; ambos elementos son clave para la recuperación en 2020

CRECIMIENTO DEL PIB Y DE SUS COMPONENTES (*)

(%)



(*) (p) = Previsiones.

Fuente: BBVA Research, IBGE

Los avances en la aprobación de la reforma de la seguridad social, la mejora de la confianza y las nuevas medidas de estímulo, sobre todo monetarias, contribuirán a un moderado repunte del crecimiento hacia delante. En 2020 el crecimiento se beneficiará de un efecto estadístico positivo (1,2 pp) debido al bajo crecimiento al inicio de 2019.

El giro de la Fed ha acotado la volatilidad financiera y apoyado al real

ÍNDICE BBVA DE TENSIONES FINANCIERAS EN BRASIL
(PROMEDIO 2006-2019 = 100)



Fuente: BBVA Research, BCB

TIPO DE CAMBIO NOMINAL (*)
(REALES BRASILEÑOS / DÓLARES NORTE-AMERICANOS)



(*) Previsiones a partir de julio de 2019.
Fuente: BBVA Research, BCB

Los avances relacionados a la aprobación de la reforma que ajustará el sistema pensional también han contribuido a la reciente apreciación del tipo de cambio. En todo caso, en un entorno de mayor preocupación con la economía mundial, seguimos viendo poco margen para una significativa apreciación del real hacia delante.

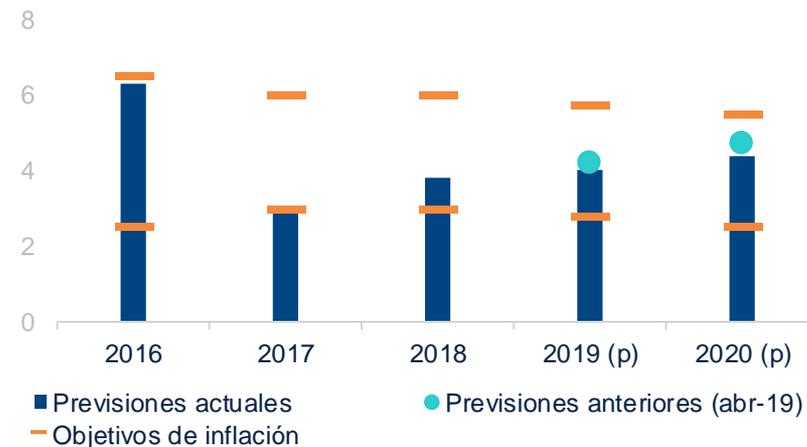
La relativa estabilidad cambiaria y la ausencia de presiones de demanda contribuyen a que la inflación se mantenga bajo control

INFLACIÓN: IPCA (*) (% A/A)



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

INFLACIÓN: IPCA (*) (% A/A; FIN DE PERÍODO)

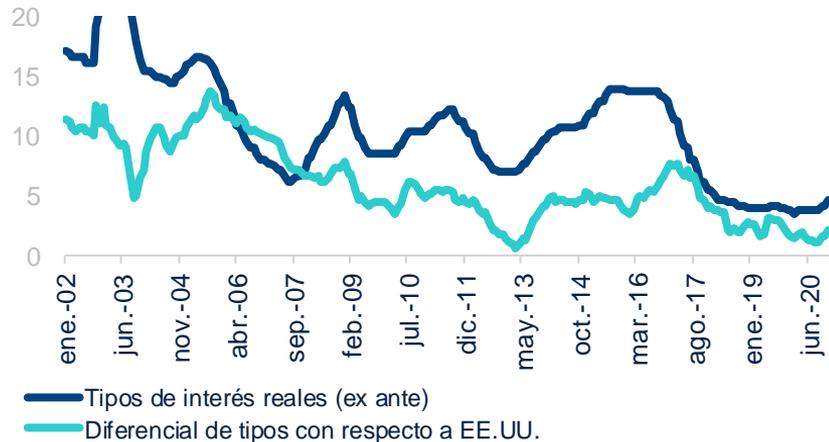


(*) (p) Previsiones.
Fuente: BBVA Research, BCB

El menor crecimiento en 2019 y un tipo de cambio algo más apreciado están detrás de la revisión a la baja de previsiones. En todo caso, seguimos esperando que la inflación – que ha bajado a 3,4% en jun-19 por un efecto base favorable- tienda al alza hacia delante en línea con un real algo más débil y una demanda en expansión.

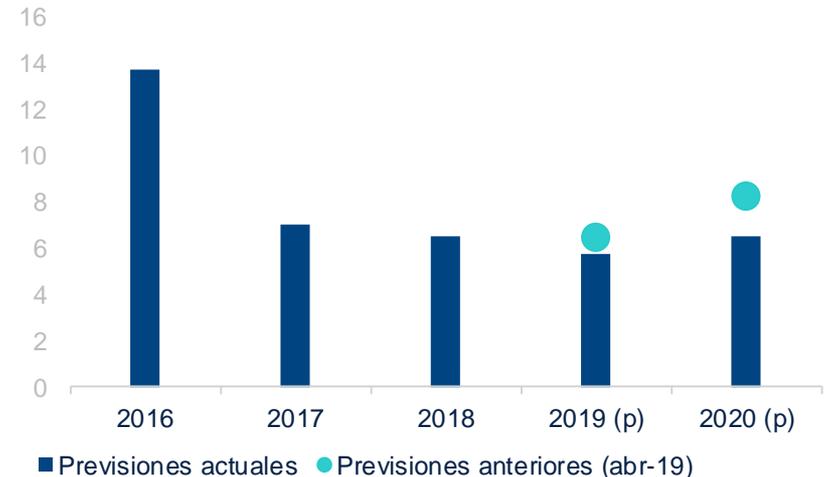
Se han creado las condiciones para que el banco central pronto empiece a recortar los tipos de interés

TIPO DE INTERÉS REAL Y DIFERENCIAL CON RESPECTO AL TIPO DE INTERÉS DE REFERENCIA DE EE.UU. (*) (PP)



(*) Previsiones a partir de jul-19.
Fuente: BBVA Research y BCB

TIPOS DE INTERÉS SELIC (*) (% A/A; FIN DE PERÍODO)

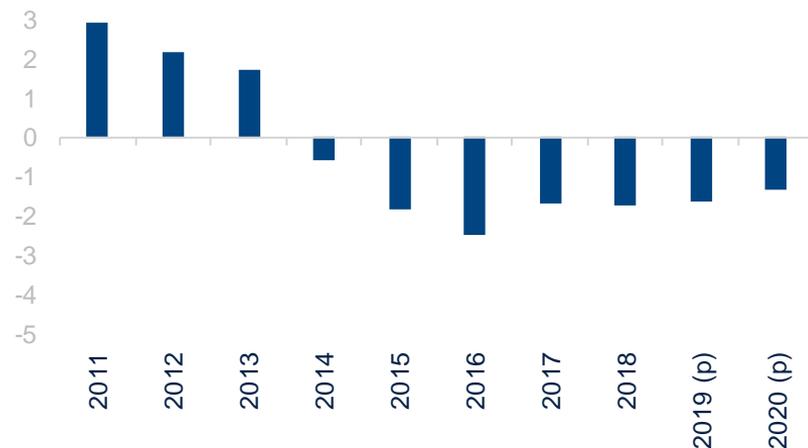


(*) (p) Previsiones.
Fuente: BCB, BBVA Research

El tono aún más acomodaticio de la política monetaria en EE.UU., el progreso en la aprobación de la reforma de la seguridad social y las menores perspectivas de crecimiento van a permitir que, iniciando en septiembre (o incluso antes), el banco central recorte los tipos SELIC desde los actuales 6,5% hasta 5,5% al inicio de 2020.

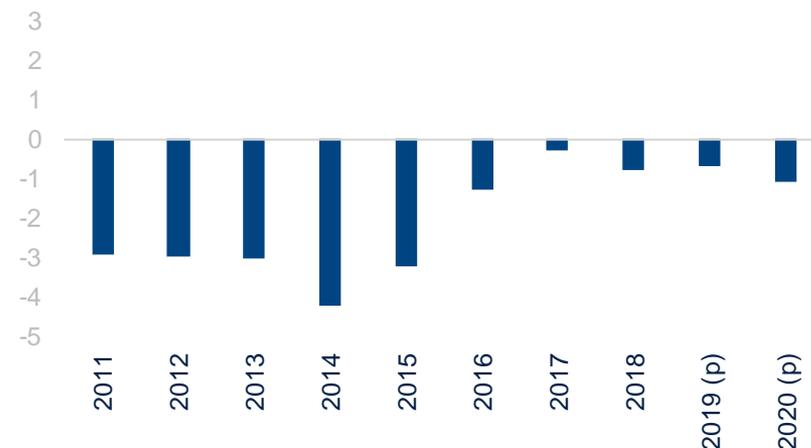
La reducción del déficit primario será lenta, ayudando a mantener vivos los riesgos fiscales, incluso con la reforma de la seguridad social

SALDO FISCAL PRIMARIO (*)
(% DEL PIB)



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

SALDO POR CUENTA CORRIENTE (*)
(% DEL PIB)

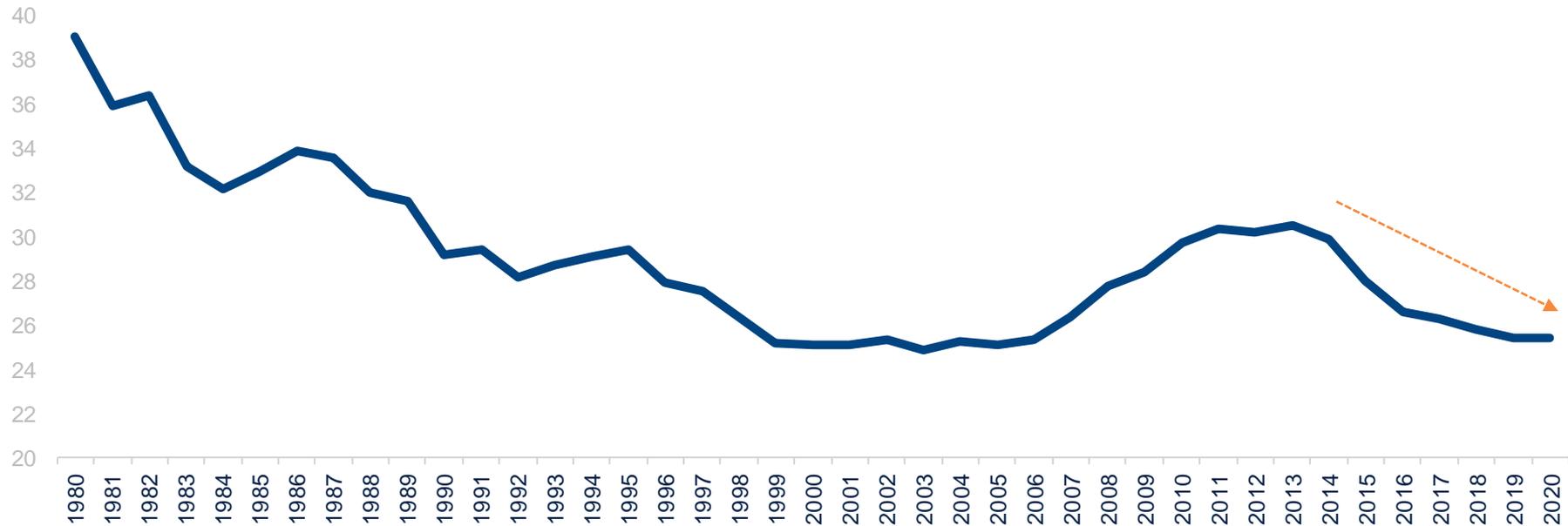


(*) (p) Previsiones.
Fuente: BBVA Research

La aprobación de la reforma de la seguridad social es fundamental, pero evitar que la deuda pública siga aumentando en el largo plazo requerirá ajustes adicionales en el futuro. Por otro lado, el déficit en cuenta corriente seguirá bajo, próximo a 1% del PIB, en 2019 y 2020.

El pobre desempeño de la productividad sigue imposibilitando que el ingreso medio de Brasil converja al de EE.UU.

PIB PER CÁPITA DE BRASIL EN PROPORCIÓN DEL PIB PER CÁPITA DE EEUU (*) (%, AJUSTADO POR LA PPC)



(*) Previsiones para 2019 y 2020.

Fuente: BBVA Research, FMI

Una apertura comercial estimularía la productividad y el ingreso; el acuerdo UE-Mercosur es, por lo tanto, una buena noticia

El acuerdo UE – Mercosur: una oportunidad para potenciar el comercio

- Los bloques alcanzaron finalmente un acuerdo político para luego concretar el tratado de libre comercio, que deberá ser ratificado por los parlamentos de los países de ambos bloques, lo cual requerirá de tiempo.
- El Mercosur liberalizará el 90% de los productos industriales de forma progresiva (promedio de 10 años), incluyendo automóviles (arancel actual de 35%), piezas de automóviles (14-18%), maquinaria (14-20%), productos químicos (hasta el 18%) y productos farmacéuticos (hasta el 14%).
- El acuerdo ofrece un amplio potencial de expansión del comercio de los países del Mercosur, especialmente de Argentina y Brasil, que son actualmente los más cerrados.
- Los países del Mercosur establecerán garantías jurídicas que protejan de la imitación a 357 productos alimenticios y bebidas europeos de alta calidad reconocidos como Indicaciones Geográficas.
- La UE liberalizará casi el 100% del comercio de bienes industriales y el 81,7% de los productos agrícolas (el 17,7% tendrá cuotas, y se excluyen 100 productos agrícolas).
- El acuerdo reforzará el diálogo político y aumentará la cooperación en ámbitos como la migración, la economía digital, la educación, los derechos humanos, la protección del medio ambiente, etc.

03

Brasil: tabla de previsiones

Previsiones para Brasil

	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB (%)	1,1	1,1	0,9	1,8
Consumo privado (%)	1,3	1,9	1,5	1,5
Consumo público (%)	-0,9	0,0	0,8	0,4
Inversión en capital fijo (%)	-2,6	4,1	1,0	3,5
Exportaciones (%)	5,7	3,4	3,3	1,9
Importaciones (%)	5,5	7,6	1,1	1,5
Tasa de desempleo (promedio, %)	12,7	12,3	12,0	11,0
Inflación (fin de período, a/a %)	2,9	3,8	4,0	4,4
Tasa de interés SELIC (fin de período, a/a %)	7,00	6,50	5,75	6,50
Tipo de cambio (fin de período)	3,30	3,88	3,81	4,00
Cuenta corriente (% del PIB)	-0,3	-0,7	-0,7	-1,1
Saldo fiscal primario del sector público (% del PIB)	-1,7	-1,6	-1,6	-1,3