

# Situación Brasil

Segundo Trimestre 2014  
Análisis Económico

- **Brasil crecerá como mucho un 2,0% en 2014 y en 2015**, marcando así cinco años de expansión moderada. Este débil lustro contrasta con el robusto dinamismo de la economía en los años anteriores.
- **La inflación es elevada y tiende al alza**. Cerrará 2014 por encima del 6,0% y no se desacelerará de forma importante en 2015, a pesar de que las políticas económicas están tomando una postura menos expansiva.
- **Es probable que la apreciación del tipo de cambio tenga un corto recorrido**. La desaceleración de la economía china, los precios menos favorables de las materias primas, el *tapering* de la Fed, así como algunos factores internos, favorecerán una próxima depreciación del real brasileño.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tapering de la Fed.....	4
3. Brasil crecerá como mucho un 2,0% tanto en 2014 como en 2015.....	7
4. Políticas económicas: hacia una postura menos expansiva.....	13
5. Tipo de cambio: apreciación a corto plazo; depreciación a largo plazo.....	16
Recuadro 1. Precios de la vivienda en América Latina: fuerte dinamismo, pero sin riesgos significativos.....	19
6. Tabla de previsiones.....	23

Fecha de cierre: 20 de mayo de 2014

## 1. Resumen

**El crecimiento medio del PIB entre 2011 y 2015 será del 1,9%, muy por debajo del ritmo del 3,6% en la década anterior.** El crecimiento del PIB alcanzó el 2,3% en 2013, algo mayor que en 2012. El consumo privado siguió perdiendo fuerza el año pasado, en línea con el agotamiento estructural de los mercados de crédito y de trabajo. En un entorno marcado por menos impulso de las políticas económicas, prevemos que la desaceleración gradual del consumo privado seguirá pesando en el crecimiento interno en 2014 y 2015. Además, no se espera que las exportaciones ni la inversión muestren un crecimiento lo suficientemente fuerte como para compensar la desaceleración del consumo. Prevemos un crecimiento del PIB del 2,0% en 2014 y del 1,6% en 2015. Estas cifras son más bajas que las que esperábamos hace tres meses, un 2,5% y un 2,0% respectivamente, debido a i) la desaceleración de la economía china, ii) la moderación de la actividad y la depreciación del tipo de cambio en Argentina y iii) la incertidumbre provocada por el riesgo de racionamiento de la energía. Nuestras previsiones del PIB anual están en línea con la visión de que la economía pasará por algunos ajustes después de las elecciones presidenciales, que tendrán lugar en octubre de este año.

**Inflación previsiones del PIB anual es.** Después de cerrar 2013 en el 5,9% interanual, la inflación alcanzó el 6,3% a/a en abril, debido principalmente a la tendencia alcista de la inflación de los precios regulados. La presión proveniente de una inflación más elevada de los precios no regulados es menos importante, y está muy concentrada en el segmento transable debido a la depreciación del tipo de cambio acumulada en los últimos doce meses. Esperamos que la inflación de los precios regulados siga acelerándose durante el resto del año y que la depreciación del tipo de cambio siga alimentando la inflación de los bienes transables. La inflación anual debería tender al alza aún más en el segundo y en el tercer trimestre, antes de moderarse hasta el 6,2% a finales de 2014. En 2015, esperamos que la inflación alcance un promedio del 5,8% interanual y que cierre el año en el 5,6%. Nuestras previsiones de inflación son más altas que hace tres meses, debido principalmente al impacto que ha tenido la sequía que golpeó el país a principios de 2014 en los precios de los alimentos y la energía.

**El final del ciclo de ajuste monetario se confirmará pronto, pero se requerirá un ajuste adicional de las condiciones monetarias como muy tarde a comienzos de 2015.** La elevada y creciente inflación, junto con la resistencia de las expectativas, han obligado al Banco Central de Brasil (BCB) a ampliar el ciclo de ajuste hasta abril y a llevar el Selic al 11,0%. Los últimos indicios apuntan a que el ciclo de ajuste actual ya está acabado y que de ahora en adelante la autoridad monetaria evaluará el impacto que ha tenido sobre la inflación el reciente ajuste. Para frenar la inflación y tratar de restablecer la credibilidad de sus políticas económicas, se prevé que el BCB ajustará aún más las condiciones monetarias tras las elecciones de octubre, probablemente durante el primer año del nuevo gobierno en 2015. La normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. contribuirá a determinar una nueva ronda de ajustes en la tasa Selic.

**Esperamos que la política fiscal se vuelva poco a poco menos expansiva.** Siguiendo el cambio de tono de la política monetaria, que ha pasado de una postura expansiva en 2012 a una postura contractiva a comienzos de 2014, esperamos que la política fiscal se someta a un ajuste similar de ahora en adelante, pero especialmente después de las elecciones, con el fin de luchar contra la inflación y otros desequilibrios internos. Se prevé que el superávit primario del sector público llegará al 1,5% en 2014, por debajo del objetivo del 1,9% anunciado en febrero, y que después aumentará hasta el 1,9% en 2015.

**Tipo de cambio: apreciación a corto plazo; depreciación a largo plazo.** El precio de los activos brasileños ha aumentado de forma notable en los tres últimos meses, eliminando así las pérdidas observadas desde el comienzo del *tapering*, pero no las acumuladas durante el pasado año. En concreto, el real brasileño ganó un 8,0% durante el periodo. Pero creemos que esta apreciación tendrá un corto recorrido y esperamos que la moneda se deprecie y llegue a 2,5 y 2,6 a finales de 2014 y 2015, respectivamente, debido a los menores términos de intercambio, a los problemas de competitividad/déficit por cuenta corriente y a la normalización de las condiciones monetarias en EE. UU.

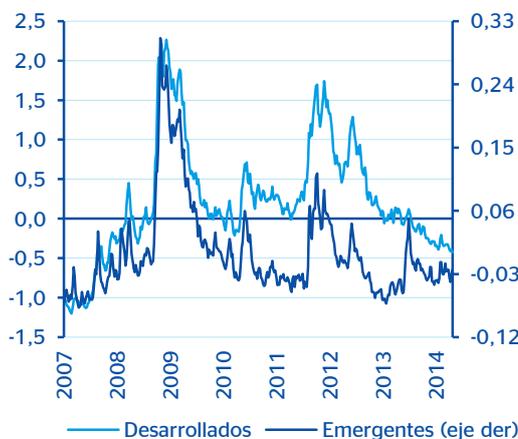
**Cuenta corriente: las expectativas de mejora se retrasan a 2015.** En línea con los últimos datos que indican unas exportaciones por debajo de lo previsto debido a la desaceleración de China, la moderación de los precios de las materias primas y una menor demanda de productos manufacturados por parte de Argentina, ahora esperamos que el déficit por cuenta corriente se mantenga prácticamente estable y cierre 2014 en el 3,7%. En 2015 debería comenzar una mejora gradual.

## 2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el *tapering* de la Fed

### La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con la desaceleración en las economías emergentes

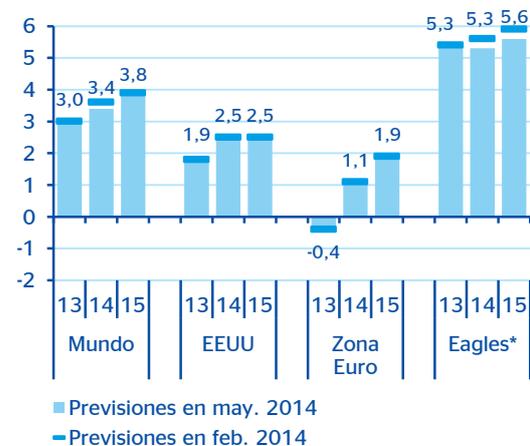
El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante el primer trimestre del año el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año. Detrás de esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Del mismo modo, los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en los últimos meses en ambas áreas y, dentro de ellas, con mayor diferenciación entre economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tipos en EE. UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y con factores idiosincráticos. De este modo, en los últimos meses, y en especial en marzo y abril, se ha observado una recuperación de los precios de los activos en las economías emergentes y una reducción de las tensiones financieras que aumentaron levemente al inicio de 2014 (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1  
**Índice de tensiones financieras de BBVA Research en países desarrollados y emergentes**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2  
**Previsiones de crecimiento del PIB (%)**



\* EAGLEs es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Turquía y México.  
Fuente: FMI y BBVA Research

En resumen, nuestra valoración del escenario global registra un sesgo bajista respecto a la que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. Tras crecer al 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente (Gráfico 2.2), cifras que muestran tanto las variaciones en las expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas. Si bien no se han producido cambios relevantes en EE. UU. o en el área del euro, las presiones a la baja en nuestras previsiones se han materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica, en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china. En este sentido, continúan existiendo riesgos bajistas de corto y medio plazo sobre la previsión. Algunos factores de impacto global se podrían hacer presentes más intensamente de lo previsto en el escenario base en un horizonte temporal no muy lejano, como el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, la menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), riesgos geopolíticos derivados de Europa del Este.

## En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE. UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014 a pesar del impacto de unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas, y el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la Fed termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tipos en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE. UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). La previsión tiene riesgos al alza si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Por el lado europeo, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral. Sin embargo, el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por: i) la apreciación del euro; ii) la menor demanda china; y iii) riesgos geopolíticos si la crisis de Ucrania se mantiene en el tiempo. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% en 2014 y 1,9% en 2015 (Gráfico 2.2), ello en un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al crecimiento.

Finalmente, entre las economías desarrolladas, existe algo más de incertidumbre en las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1%, y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

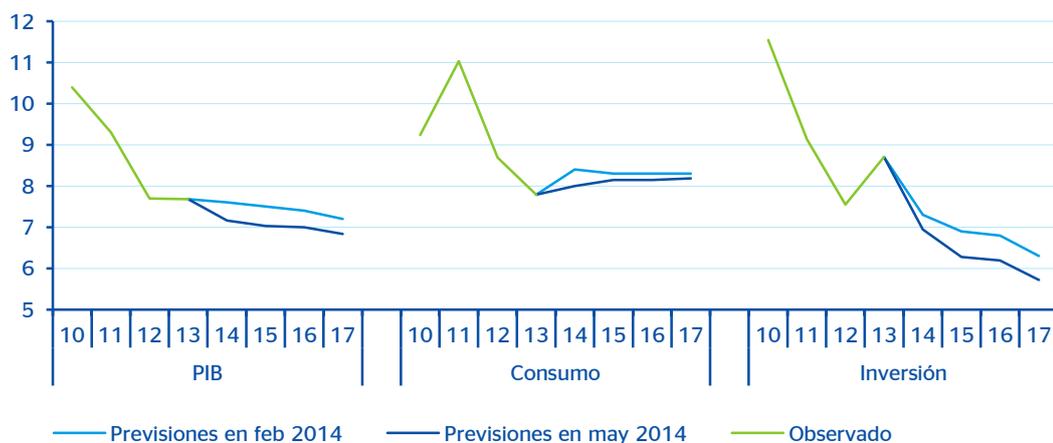
## En China, la desaceleración a inicios de 2014 llega para quedarse, en un entorno de inflación menor de lo esperada

En línea con lo que adelantamos en nuestra última publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 2.3), en un entorno de inflación menor de lo esperada. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las

decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento en el corto plazo. Estas decisiones han supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y un exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unos tipos de interés reales negativos. Una asignación de recursos ineficiente que ha generado además el desarrollo de sistemas financieros paralelos al más regulado y que puede ser fuente de problemas en el futuro. En este sentido, se están endureciendo las regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, o a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% y el 7,0%, en 2014 y 2015, respectivamente, cerca de medio punto menos de lo esperado hace tres meses (Gráfico 2.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial en los últimos años es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino estaría en torno a cuatro décimas, fundamentalmente como resultado de una menor demanda desde China. En este sentido, cabe destacar también que el ajuste esperado en el escenario de China es acotado, claramente insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera global.

Gráfico 2.3  
**China: Previsiones de crecimiento (%)**



Fuente: BBVA Research

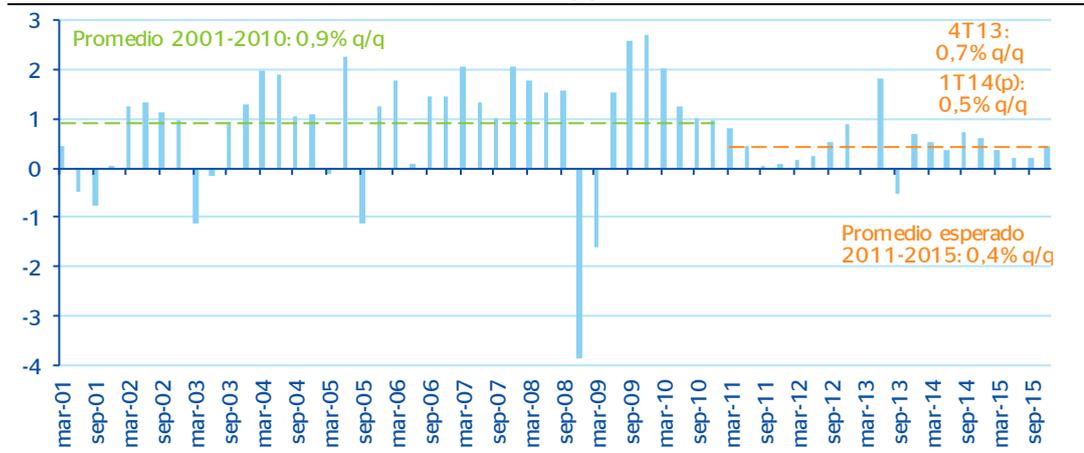
En resumen, dos son los factores de impacto global en el horizonte de previsión: las posibles sorpresas en el proceso de *tapering* de la Fed y el menor crecimiento de la demanda china, con unas repercusiones macroeconómicas claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por el mercado de la inminencia del endurecimiento monetario de la Reserva Federal con la retirada de estímulos cuantitativos elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, aunque con una clara diferenciación, experimentando mayor volatilidad los tipos de cambio de aquellas economías con mayor exposición a la financiación exterior de corto plazo. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, además de algún exportador de materias primas en América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

### 3. Brasil crecerá como mucho un 2,0% tanto en 2014 como en 2015

#### El crecimiento medio del PIB entre 2011 y 2015 será un 1,9%, muy por debajo del ritmo del 3,6% de la década anterior

La actividad económica sorprendió al alza en el cuarto trimestre de 2013. El PIB creció un 0,7% t/t durante el periodo, por lo que superó tanto las previsiones de BBVA Research como del consenso del mercado, un 0,4% t/t y un 0,3% t/t respectivamente, pues el consumo y las exportaciones fueron más favorables de lo anticipado. El repunte en el último trimestre del año, que siguió a una contracción de la economía del 0,5% t/t en el tercer trimestre, disipó las preocupaciones por que el país entrara en recesión. Sin embargo, no fue el inicio de una nueva tendencia al alza. Los datos disponibles del primer trimestre de 2014 indican que la economía perdió impulso a comienzos del año. Esto se debe, entre otras razones, al tono menos expansivo de las políticas económicas y al impacto de la desaceleración de China y Argentina (véase a continuación información más detallada sobre estos temas). Por consiguiente, prevemos un crecimiento del PIB del 0,5% t/t (Gráfico 3.1) en el 1T14, aunque no debería sorprendernos un crecimiento más bajo.

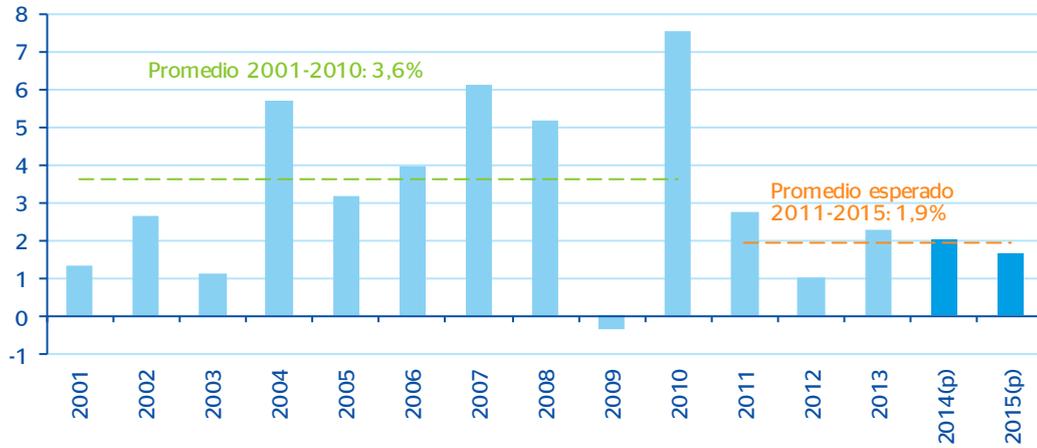
Gráfico 3.1  
Crecimiento trimestral del PIB, 2001-15, observado y previsto (% t/t)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Teniendo en cuenta los datos del cuarto trimestre del año, el crecimiento del PIB alcanzó el 2,3% en 2013, algo por encima del crecimiento en 2012, cuando solo llegó al 1,0% (Gráfico 3.2). No obstante, el consumo privado siguió perdiendo fuerza el pasado año. Creció un 2,3% en comparación con el 3,2% de 2012, el 4,1% de 2011 y el 6,9% de 2010 (Gráfico 3.3). El consumo público también se desaceleró en 2013, situándose en el 1,9% en comparación con el 3,3% de 2012.

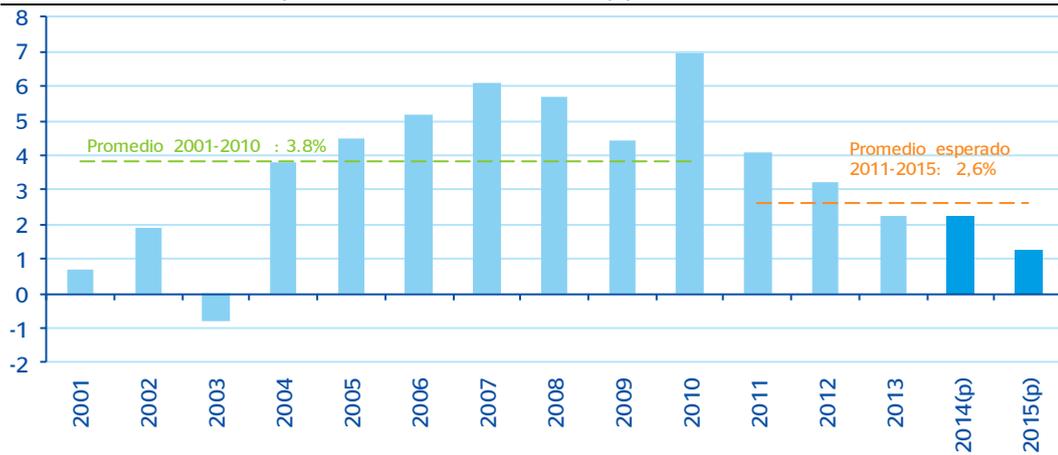
Gráfico 3.2  
Crecimiento anual del PIB, 2001-15, observado y previsto (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

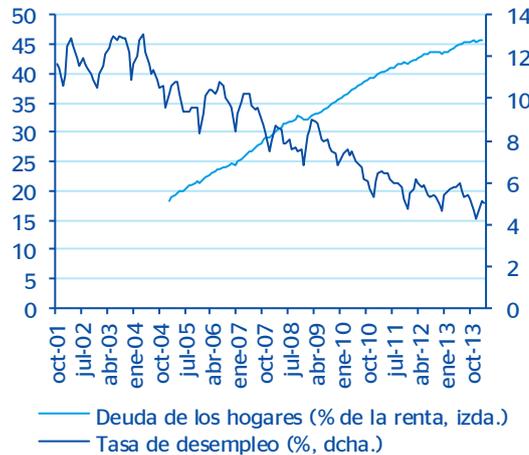
Como venimos señalando en nuestros informes (véase, por ejemplo, nuestro anterior informe [Situación Brasil](#)), hay algunos factores estructurales detrás de la moderación del consumo privado. En concreto, destacamos el agotamiento de los mercados de crédito y de trabajo después de años de robusta expansión. En el primer caso se debe principalmente al aumento de la deuda de los hogares y en el segundo está relacionado con el hecho de que el margen para seguir incorporando personas al mercado de trabajo es mucho menor que antes (la tasa de desempleo ya está por debajo del nivel de equilibrio). Además de estos factores estructurales, la caída de la confianza, la elevada inflación y el aumento de los tipos de interés contribuyeron a frenar el consumo el año pasado (Gráficos 3.4 y 3.5).

Gráfico 3.3  
Crecimiento del consumo privado, 2001-15, observado y previsto (%)



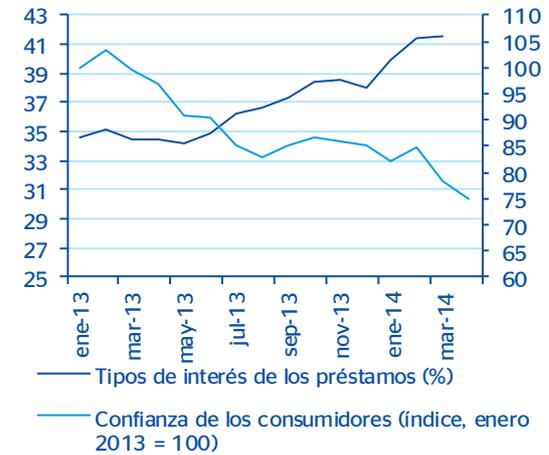
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.4  
Motores estructurales del consumo privado: los mercados de trabajo y de crédito



Fuente: IBGE y BBVA Research

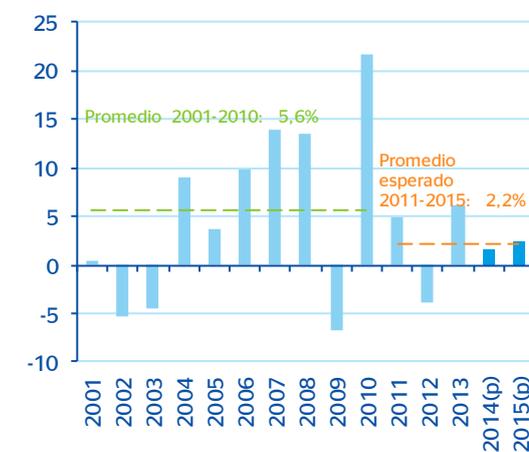
Gráfico 3.5  
Motores del consumo privado a corto plazo: confianza de los consumidores y tipos de interés de los préstamos\*



\* Véanse más adelante los gráficos con datos de otros motores del consumo privado a corto plazo, como la inflación.  
Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

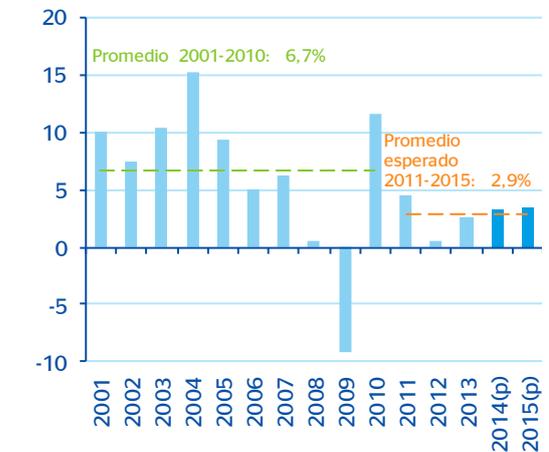
El bajo crecimiento de 2013, y también de 2011 y 2012, no solo se debió a la desaceleración del consumo privado. La debilidad de la inversión y de las exportaciones también jugó un papel. En el primer caso, creció un 6,2% en 2013, favorecida por la caída del 4,0% registrada en 2012. Además, el crecimiento de la inversión se concentró sobre todo en la primera mitad de 2013, cuando las políticas fiscales y cuasi fiscales fueron especialmente favorables. En lo que respecta a las exportaciones, crecieron tan solo un 2,5% en 2013 después de haberse mantenido prácticamente estables en 2012. El crecimiento de las exportaciones en 2013 fue considerablemente inferior al crecimiento del 8,3% registrado por las importaciones durante el mismo periodo. En nuestra opinión, la incertidumbre sobre las políticas económicas internas y los problemas de competitividad del sector manufacturero contribuyeron, entre otras razones, a mantener baja la inversión y las exportaciones no solo en 2013, sino también en los dos años anteriores (Gráficos 3.6 y 3.7).

Gráfico 3.6  
Crecimiento de la inversión, 2001-15, observado y previsto (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.7  
Crecimiento de las exportaciones, 2001-15, observado y previsto (%)



Fuente: IBGE y BBVA Research

De cara al futuro, esperamos que la desaceleración gradual del consumo privado siga pesando sobre el crecimiento interno, pues los problemas estructurales seguirán en su mayoría sin resolver. Además, no se prevé que ni las exportaciones ni la inversión muestren un crecimiento lo suficientemente fuerte como para compensar la desaceleración del consumo, pues es probable que la incertidumbre y los problemas de competitividad sigan actuando como importantes barreras. Por otro lado, el tono de las políticas económicas, en especial la política monetaria, se irá haciendo poco a poco menos favorable.

Prevedemos un crecimiento del PIB del 2,0% en 2014 y del 1,6% en 2015. Estas cifras son inferiores a las previstas hace tres meses, un 2,5% y un 2,0% respectivamente. Esta revisión a la baja está impulsada principalmente por las nuevas dosis de pesimismo con respecto al comportamiento de la inversión y de las exportaciones, lo que se debe fundamentalmente a tres factores. En primer lugar, la desaceleración de la economía china. En segundo lugar, la moderación de la actividad y la depreciación del tipo de cambio en Argentina, que deberían afectar especialmente al sector manufacturero brasileño (las exportaciones de Brasil a Argentina cayeron un 17% en los primeros meses de 2014, en comparación con el mismo periodo del año anterior). En tercer lugar, la incertidumbre provocada por el riesgo de racionamiento de la energía, que es consecuencia de i) la lluvia insuficiente al comienzo del año, ii) la limitada inversión en el pasado y iii) la mala gestión de las políticas para el sector, como el recorte del 15-20% en las tarifas eléctricas anunciado a comienzos de 2013, que estimuló la demanda en un contexto de oferta relativamente débil<sup>1</sup>.

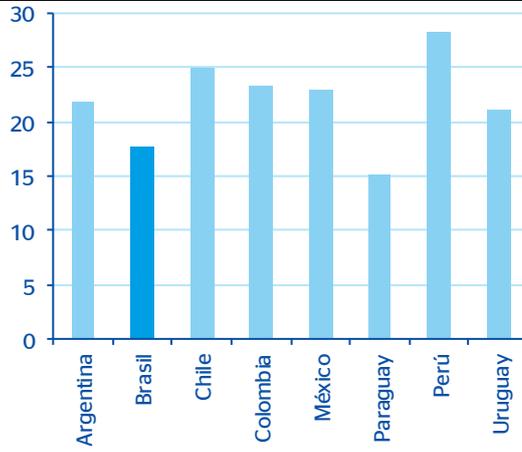
Por componentes de demanda, el consumo privado debería mantenerse relativamente bien y crecer un 2,5% este año, casi lo mismo que en 2013. Sin embargo, en 2015 perdería terreno tras el ajuste gradual de las políticas económicas (Gráfico 3.3). Se prevé que el consumo público crecerá en torno al 2,5% en los dos próximos años (por consiguiente, el crecimiento medio del consumo público en 2011-15 sería un 2,4%, por debajo de la media del 3,3% registrada entre 2001 y 2010). Además, esperamos que la inversión siga desacelerándose en el futuro y crezca aproximadamente un 2,0% en 2014 y 2015 (Gráfico 3.6). Por último, es probable que las exportaciones netas contribuyan poco a poco en mayor medida al crecimiento en los dos próximos años. La recuperación de la economía mundial y la depreciación del tipo de cambio, pese a la reciente apreciación, que consideramos limitada y temporal, favorecerá las exportaciones (Gráfico 3.7). Adicionalmente, la moderación de las importaciones como consecuencia de la desaceleración de la demanda interna beneficiará al crecimiento del PIB de aquí en adelante. Prevedemos que las importaciones crecerán en torno al 2,0% tanto en 2014 como en 2015, lo que llevará el crecimiento medio del periodo 2011-15 al 5,2%, en comparación con el 9,2% de la década 2001-10.

Nuestras previsiones del PIB anual están en línea con la visión de que la economía pasará por algunos ajustes después de las elecciones presidenciales, que tendrán lugar en octubre de este año. Creemos que si se reelige a la presidenta Dilma Rouseff o, especialmente, si gana uno de los dos principales candidatos de la oposición (Aécio Neves y Eduardo Campos), las políticas económicas se ajustarán para corregir algunas distorsiones, tratar de recuperar algo de la credibilidad perdida en los últimos años y allanar el camino para el crecimiento a partir de 2016. Aunque la presidenta Rouseff sigue siendo la favorita para ganar las elecciones de octubre, las últimas encuestas muestran que su candidatura ha ido perdiendo impulso.

En nuestra opinión, el ajuste de algunas políticas económicas, incluida la adopción de una política fiscal más estricta y la corrección al alza de los precios regulados (actualmente subvencionados), es una condición necesaria para que el país vuelva a mostrar tasas de crecimiento superiores al 3,0% a partir de 2016. Ese ajuste debería centrarse en aumentar tanto la inversión como las exportaciones, pues la dependencia del consumo es ya excesiva, y la de las exportaciones y la inversión es mínima (Gráficos 3.8 y 3.9). La falta de implementación de estos ajustes dejaría a Brasil en una situación incómoda para enfrentarse a la normalización de la política monetaria en EE. UU. y a la moderación económica de China.

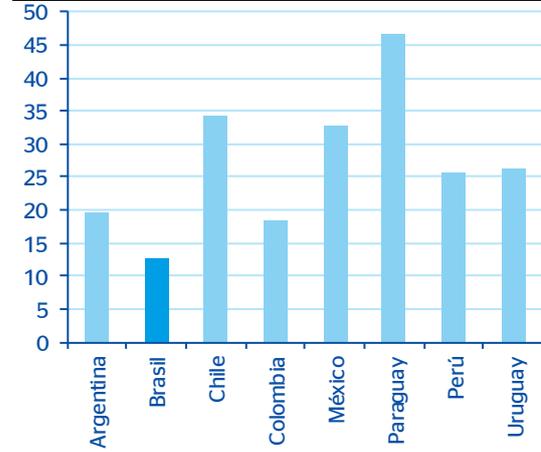
<sup>1</sup>: Juntos, estos factores ayudaron a reducir la confianza de las empresas de forma considerable a comienzos del año (de 54,3 en diciembre a 49,2 en abril, por ejemplo, por debajo de la marca de confianza de 50, según el indicador CNI).

Gráfico 3.8  
**Inversión (formación bruta de capital) 2012 (% PIB)**



Fuente: Banco Mundial

Gráfico 3.9  
**Exportación de bienes y servicios (% PIB), 2012**



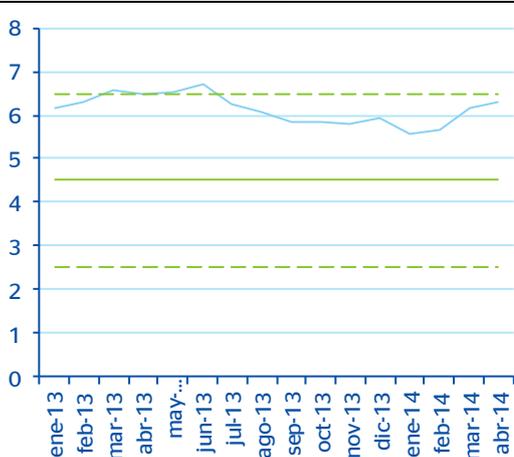
Fuente: Banco Mundial

A pesar de la revisión a la baja, seguimos viendo un sesgo bajista en nuestras previsiones del PIB del país, especialmente en 2014. El balance de riesgos para el crecimiento no es favorable. Factores externos, en especial una pronunciada desaceleración de China, y problemas internos, como una escasez energética que podría producirse tanto en 2014 como en 2015, podrían allanar el camino para un crecimiento por debajo de lo previsto en el futuro. Aunque menos probables que los riesgos negativos, hay algunos factores que podrían apoyar un crecimiento mayor en el futuro. Entre otros, destacamos el riesgo de que un giro en las políticas económicas reduzca la incertidumbre y aumente la confianza en la economía del país. En el mismo sentido, una evolución más positiva del plan para ceder proyectos de infraestructura al sector privado favorecería la inversión e impulsaría el crecimiento al alza.

### Inflación: elevada y con tendencia al alza

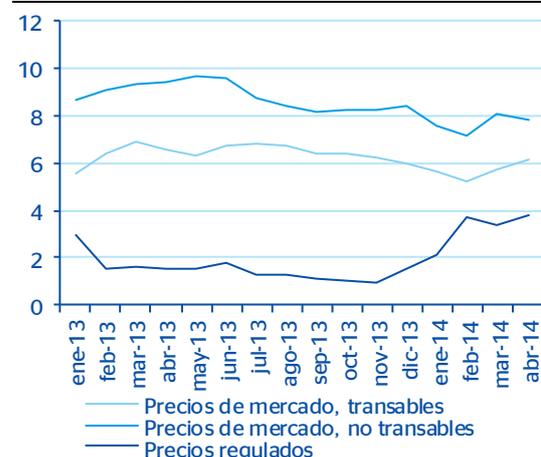
Aunque la actividad económica ha crecido a un ritmo lento y por debajo del nivel óptimo en los últimos años, la inflación se ha mantenido bajo presión. Recientemente, tras cerrar 2013 en el 5,9% a/a, la inflación se moderó un poco al comienzo del año y luego volvió a crecer de nuevo y alcanzó el 6,3% a/a en abril (Gráfico 3.10).

Gráfico 3.10  
**Inflación: observada y rango meta (% a/a)**



Fuente: IBGE

Gráfico 3.11  
**Inflación, por segmentos (% a/a)**



Fuente: Banco Central de Brasil

En nuestra opinión, la persistencia de la inflación en niveles elevados a pesar del débil crecimiento de la actividad es sobre todo un síntoma del importante problema de oferta de la economía brasileña. La insuficiente inversión, la baja productividad, los altos costes de producción y la escasez de mano de obra, entre otros factores, están detrás de este problema. Además, junto con la limitación de la oferta, la indexación sigue siendo una característica del sistema de ajuste de precios de Brasil y, por consiguiente, otra razón detrás de las elevadas cifras de la inflación. Por último, el tono expansivo de las políticas fiscales y cuasi fiscales en los últimos años también ha contribuido a mantener la inflación en niveles elevados.

El inicio de una nueva tendencia alcista de la inflación a comienzos de este año se debe principalmente a la tendencia alcista de la inflación de los precios regulados. Tras alcanzar mínimos históricos a finales de 2013, no hay más margen para que el gobierno siga subvencionando los precios que están bajo su supervisión (como la gasolina y las tarifas energéticas). La presión proveniente de la mayor inflación de los precios no regulados es menos importante, y está muy concentrada en el segmento transable debido a la depreciación del tipo de cambio acumulada en los últimos doce meses (11%). La inflación del sector no transable sigue siendo muy alta, en línea con los problemas estructurales señalados anteriormente. Sin embargo, su dinámica reciente es menos negativa, debido a la moderación de la demanda interna y al impacto del ajuste de las condiciones monetarias (Gráfico 3.11).

Esperamos que la inflación de los precios regulados siga acelerándose durante el resto del año y que la depreciación del tipo de cambio siga alimentando la inflación de los bienes transables. Por tanto, la inflación anual seguirá su tendencia al alza durante el segundo y tercer trimestre, antes de moderarse un poco al final del año. Para ser más concretos, es probable que la inflación llegue al 6,5% a/a en junio, alcance un máximo de 6,8% a/a durante el tercer trimestre y cerrar el año en el 6,2% a/a. La inflación se situará por encima del objetivo máximo del 6,5% durante la mayor parte de la segunda mitad de 2014.

En 2015, esperamos que la inflación se modere un poco, con el tono más restrictivo de las políticas monetaria y fiscal (véase más abajo información más detallada) y la moderación adicional de la demanda interna. Según nuestras previsiones llegará a un promedio del 5,8% a/a y cerrará el año en el 5,6%. La depreciación del tipo de cambio y la inflación de los precios regulados seguirán pesando negativamente en los precios nacionales. En lo que respecta a estos últimos, esperamos una normalización de los precios regulados en los próximos meses, especialmente a partir de 2015. En otras palabras, no prevemos que estos precios converjan abruptamente con los niveles de mercado, no subvencionados, en 2015. De todos modos, esto llama la atención sobre el hecho de que la dinámica de la inflación se determinará por la magnitud y el ritmo en que el gobierno retire las subvenciones de algunos de los precios que están bajo su control. La falta de reglas formales que dirijan el ajuste de estos precios los hace estar más sujetos a decisiones políticas y no a decisiones técnicas. Este hecho es especialmente importante en este momento, dadas las incertidumbres en el frente político (lo habitual en un año electoral) y el importante papel que desempeñan los precios regulados en la dinámica general de la inflación.

Nuestras previsiones de inflación son más altas que hace tres meses, cuando esperábamos que alcanzara el 5,9% en 2014 y el 5,4% en 2015. La razón principal de esta revisión al alza es el impacto de la sequía que golpeó el país a comienzos de 2014 sobre los precios de los alimentos y de la energía. El impacto sobre los precios de los alimentos, el principal factor de la revisión al alza de la inflación en 2014, será probablemente de corta duración: la inflación de los alimentos llegó a su nivel máximo en marzo y se prevé que se moderará gradualmente en los próximos meses. El impacto sobre los precios de la energía se sentirá no solo en 2014 sino también en 2015, en línea con el programa que el gobierno ha adoptado para responder a este shock reciente.

## 4. Políticas económicas: hacia una postura menos expansiva

### **El final del ciclo de ajuste monetario se confirmará pronto, pero se requerirá un ajuste adicional de las condiciones monetarias como muy tarde a comienzos de 2015**

La elevada y creciente inflación, junto con las resistentes expectativas futuras, han obligado al Banco Central de Brasil (BCB) a ampliar el ciclo de ajuste hasta abril y llevar la tasa Selic al 11,0%, 375 p.b. más que al comienzo del ciclo en abril de 2013. Desde nuestro punto de vista, tanto la sorpresa al alza de la inflación a finales de 2013, que frustró las intenciones del BCB de lograr en 2013 una inflación más baja que en 2012, como el impacto del shock de oferta relacionado con las condiciones climáticas sobre los precios de los alimentos han sido factores especialmente importantes en las recientes decisiones del BCB.

Las últimas señales que ha hecho públicas la autoridad monetaria, en especial el énfasis en que la política monetaria afecta con retardo a la inflación, sugieren que el ciclo de ajuste actual ya ha terminado, aunque la inflación anual siga deteriorándose. La autoridad monetaria debe confirmar este extremo en la próxima reunión que tendrá lugar a finales de mayo dejando la tasa Selic sin cambios en el 11,0%. Si el BCB da una sorpresa y decide ampliar más el ciclo de ajuste, cabría esperar que este ajuste adicional sea marginal.

Con los tipos de interés nominales en el 11,0% y los tipos reales cerca o un poco por encima del neutral, incluso con el PIB por debajo de su potencial, la autoridad monetaria valorará el impacto en la inflación del ajuste implementado en los últimos meses (Gráfico 4.1).

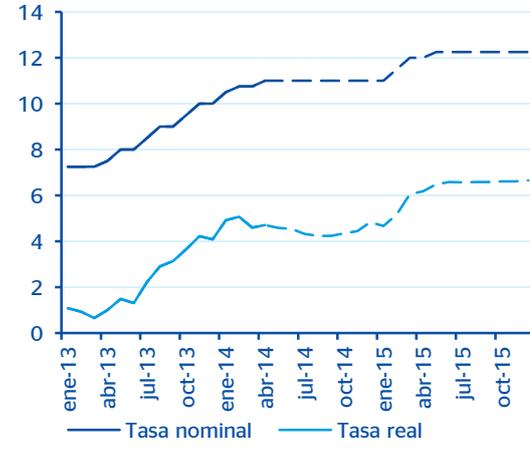
Por consiguiente, el debate se aleja de la magnitud del ciclo y se centra, cada vez más, en el impacto del ajuste sobre los precios internos.

Compartimos la inquietud de que la creciente participación del consumo privado en el PIB y del crédito dirigido sobre el crédito total, así como la relevancia de la inflación de los precios regulados (la diferencia entre los precios libres y los precios supervisados es cada vez mayor), representa un problema para la política monetaria. Sin embargo, creemos que el principal factor que constriñe la política monetaria en este momento es la credibilidad. En nuestra opinión, el reciente ajuste de las condiciones monetarias no ha sido suficiente para restablecer la credibilidad perdida durante el ciclo de relajación monetaria que redujo el Selic a tan solo el 7,25% en 2012 ni para probar que la autoridad monetaria está libre de interferencias políticas.

El Gráfico 4.2 muestra que la dinámica de la inflación no ha sido muy distinta durante este ciclo de ajuste de lo que fue en los ciclos anteriores, lo que sugiere que la eficacia de la política monetaria no es muy diferente de la del pasado<sup>2</sup>. De hecho, revela que las dinámicas de la inflación observada y de la esperada son más positivas que en los ciclos anteriores, debido al comportamiento de los precios fijados por el mercado. Sin embargo, esto se explica sobre todo por la inflación de los alimentos, que perdió 6,6 p.p. desde abril de 2013 y restó 1,6 pp a la inflación general, debido principalmente a asuntos no relacionados con la política monetaria (durante los ciclos anteriores la contribución del grupo de los alimentos a la inflación se situó entre +0,1 p.p. y +0,6 p.p.). En cualquier caso, incluso después de excluir la inflación alimentaria, la dinámica de la inflación durante los distintos periodos es relativamente similar, lo que apoya la visión de que la política monetaria afecta a la inflación igual que en el pasado.

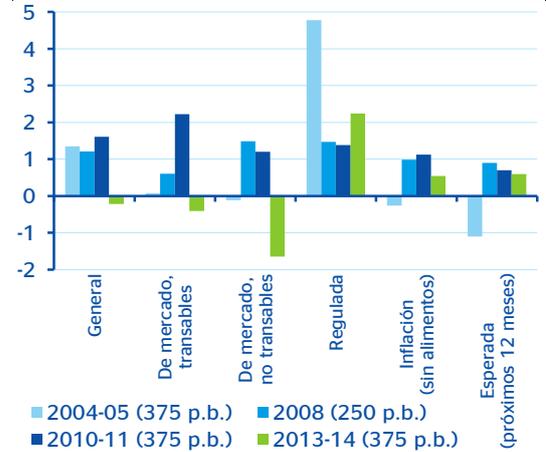
2: El Gráfico 3.13 se basa en una tabla y en una idea original incluida en el documento del BCB "Discurso do Diretor de Política Econômica do Banco Central, Carlos Hamilton Araújo, na Macro Vision International Conference 2014".

Gráfico 4.1  
Selic: tipos nominal y reales (%)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 4.2  
Cambio en las distintas medidas de la inflación durante los últimos ciclos de ajuste monetario (p.p.)\*

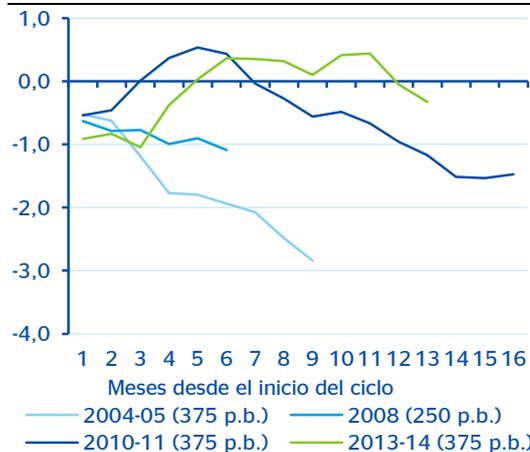


\* Ciclos de ajuste: 1) De sep-04 a mayo-05 (la Selic aumentó en 375 p.b.); 2) Abr-08 a sep-08 (250 p.b.); 3) Abr-10 a jul-11 (375 p.b.); 4) Abr-13 a abr-14 (375 p.b. hasta la fecha).  
Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Aunque el comportamiento de las mediciones de la inflación fue en líneas generales similar durante los últimos ciclos de ajuste, el Gráfico 4.3 muestra que la diferencia entre la inflación observada y la inflación prevista es actualmente muy pequeña (y mucho menor que al final de los ciclos anteriores). En otras palabras, a diferencia de lo ocurrido en otros periodos del pasado reciente, los analistas no esperan que la inflación se modere al final de este ciclo de ajuste. Tomamos este hecho como un indicio de desconfianza en el BCB, como un indicador del problema de credibilidad al que nos referimos anteriormente.

Para frenar la inflación y tratar de restablecer la credibilidad de sus políticas económicas, se prevé que el BCB ajustará aún más las condiciones monetarias tras las elecciones de octubre, probablemente durante el primer año del nuevo gobierno en 2015. La normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. contribuirá a determinar una nueva ronda de ajustes en la tasa Selic en 2015. Teniendo esto en cuenta, esperamos que la Selic llegue al 12,25% en dicho año.

Gráfico 4.3  
Diferencia entre la inflación observada y la inflación esperada en 12 meses durante los últimos ciclos de ajuste de la política monetaria (p.p.)\*



\* Ciclos de ajuste: 1) De sep-04 a mayo-05 (la Selic aumentó en 375 p.b.); 2) Abr-08 a sep-08 (250 p.b.); 3) Abr-10 a jul-11 (375 p.b.); 4) Abr-13 a abr-14 (375 p.b. hasta la fecha).  
Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 4.4  
Postura de las políticas monetaria y fiscal, 2008-15\*



\* Postura monetaria: tasa Selic observada menos Selic neutral; postura fiscal: variación del superávit primario estructural.  
Fuente: Itaú (superávit primario estructural observado), Banco Central de Brasil y BBVA Research

## Política fiscal: bajos superávits primarios, pero una postura menos expansiva

Siguiendo el cambio de tono de la política monetaria, que pasó de una postura expansiva en 2012 a una postura contractiva a comienzos de 2014, esperamos que la política fiscal pase por un ajuste similar de ahora en adelante. Más concretamente, después de permanecer en territorio expansivo durante dos años, la política fiscal debería estar cerca de la neutralidad en 2014 y pasar al terreno contractivo en 2015 (Gráfico 4.4).

En cierta medida, este esperado ajuste de la política fiscal en dos pasos en 2014 y 2015 es comparable con el ajuste en un solo paso que siguió a las elecciones de 2010. Al igual que en 2011, en el primer año del gobierno de la presidenta Dilma, esperamos que tanto la política monetaria como la fiscal vayan en la misma dirección en 2015 para luchar contra la inflación y otros desequilibrios internos, tanto si la presidenta Dilma vuelve a ser reelegida como si gana un candidato de la oposición.

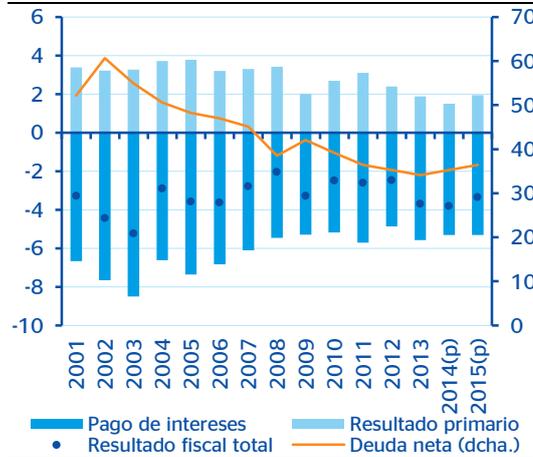
Nuestras expectativas con respecto al tono de la política fiscal se basan en la opinión de que el superávit primario no empeorará significativamente este año después del fuerte deterioro de los últimos años, cuando el superávit primario observado cayó del 3,1% del PIB en 2011 al 1,9% en 2013. Esperamos que el superávit primario del sector público se sitúe en el 1,5% en 2014, por debajo del objetivo del 1,9% anunciado en febrero. La débil demanda interna y los incentivos fiscales concedidos en el pasado reciente impedirán que la recaudación fiscal contribuya notablemente más que en los años anteriores. Además, no será fácil para el gobierno mantener los ingresos no recurrentes tan altos como en el pasado reciente. Por último, el margen de maniobra para recortar los gastos no es significativo, entre otras razones, por la necesidad de inyectar recursos (en torno al 0,3% del PIB) para apoyar a las empresas energéticas que se enfrentan a unos costes mucho más altos de lo previsto debido a los problemas que están afectando al sector.

Tras las elecciones de este año, en 2015, esperamos que el gobierno recorte el gasto, retire los incentivos concedidos anteriormente e incluso suba los impuestos para conseguir un superávit primario más alto y aliviar la inquietud por el deterioro de las cuentas públicas y el impacto de una política fiscal expansiva sobre la inflación. Tanto los comentarios de los candidatos de la oposición como los del gobierno actual apoyan la visión de que se efectuará un ajuste fiscal en 2015 independientemente de quién gane las elecciones. Por consiguiente, prevemos que el superávit primario se incrementará en 2015 en torno al 1,9% del PIB.

Los altos pagos de intereses, relacionados hasta cierto punto con el ajuste de la política monetaria, pesarán sobre las cuentas públicas en 2014 y 2015. Más concretamente, prevemos que la carga fiscal será aproximadamente un 5,3% del PIB en ambos años, lo que combinado con nuestras previsiones para el superávit fiscal primario, implica un déficit fiscal total del 3,8% en 2014 y del 3,4% en 2015 (Gráfico 4.5).

Por último, también esperamos que la política cuasi fiscal sea menos expansiva en los próximos años. El crédito procedente de los bancos públicos ha crecido a un ritmo excesivo desde finales de 2008. Desde entonces hasta finales de 2013, el crédito público creció un 28% de promedio, en comparación con un crecimiento del 11% en el crédito privado, y el porcentaje de los bancos públicos en el stock de crédito total se incrementó del 34% al 52%. En este periodo, el crédito de los bancos públicos ha sido una de las principales herramientas utilizadas por el gobierno para apoyar el crecimiento. Sin embargo, las preocupaciones por el impacto fiscal de esta expansión, la creciente inflación y la estabilidad financiera obligaron al gobierno a comprometerse a una desaceleración. En consecuencia, el crecimiento del crédito público comenzó a moderarse a partir de mediados de 2013, mientras que el crédito privado muestra todavía una recuperación muy tímida. En nuestra opinión, el crédito de los bancos públicos se desacelerará aún más en 2014 y 2015 y convergerá a unas tasas de crecimiento en torno al 15%, un nivel similar al ritmo de expansión que esperamos en el crédito de los bancos privados durante el periodo (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5  
Resultados fiscales y deuda pública neta (% PIB)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 4.6  
Crédito de los bancos públicos (% a/a)



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

## 5. Tipo de cambio: apreciación a corto plazo; depreciación a largo plazo

**El precio de los activos se recuperó con fuerza en los últimos tres meses, borrando así las pérdidas acumuladas desde el principio de la reducción de estímulos por la Fed**

El precio de los activos brasileños se incrementó de forma pronunciada en los tres últimos meses: el índice bursátil BOVESPA subió un 13%, el riesgo-país cayó 66 p.b. (o un 24%) y el real brasileño (BRL) se apreció un 8% con respecto al dólar estadounidense (Gráfico 5.1), a pesar de que S&P rebajó la calificación del crédito soberano de Brasil de BBB a BBB- durante el periodo.

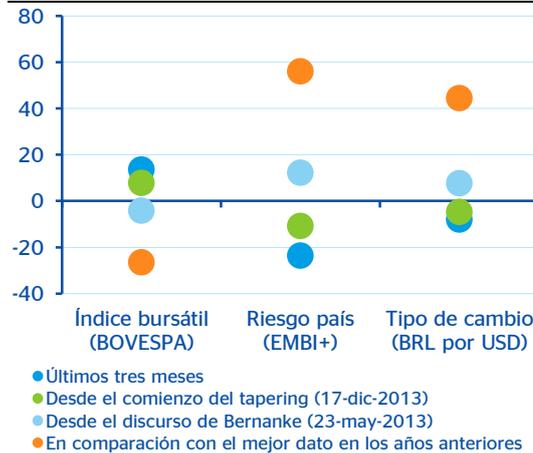
Esta corrección al alza en los precios de los activos brasileños borra las pérdidas acumuladas desde el comienzo de la reducción de estímulos por parte de la Fed a finales de 2013. Sin embargo, no contrarresta las pérdidas que se produjeron tras el famoso discurso de Ben Bernanke en mayo de 2013, cuando la Fed sugirió por primera vez que la retirada de los estímulos monetarios no estaba muy lejana. De hecho, los precios están todavía muy por debajo de los máximos históricos observados en los últimos años (mayo de 2008 en el caso de BOVESPA, enero de 2013 en el caso del riesgo-país y julio de 2011 en el caso del BRL).

Los movimientos de los mercados financieros brasileños coinciden en líneas generales con los de los mercados financieros mundiales, o al menos con los observados en otros mercados emergentes (véase nuestro informe [Situación Latinoamérica 2T14](#) para ver datos comparables entre Brasil y otros países de la región). No obstante, también hay algunas idiosincrasias que han jugado un importante papel. El reciente repunte de los mercados brasileños también está relacionado con la adopción de una política monetaria más contractiva, que, entre otras cosas, ya está funcionando como un importante factor de atracción de flujos de capital a la renta fija nacional, y con las perspectivas de corrección de la política fiscal después de las elecciones. De igual modo, las pérdidas observadas en los últimos años también se explican por los factores locales, como la desaceleración del crecimiento, la inflación, unas cuentas fiscal y externa más débiles, la excesiva intervención del gobierno en la economía, en particular en algunas empresas propiedad del estado con un peso muy importante en el índice IBOVESPA, etc. Estos

factores son también los que subyacen a la reciente moderación de los precios de la vivienda después de algunos años de crecimiento excesivo (véase el Recuadro 1).

Gráfico 5.1

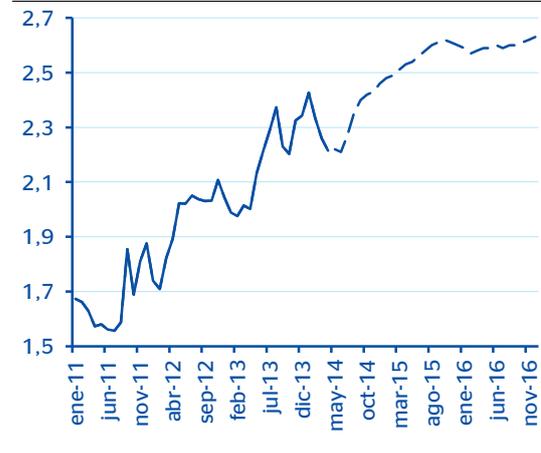
**Índice bursátil (BOVESPA), riesgo-país (EMBI+) y tipo de cambio (BRL por USD), (variación %)\***



\* Un valor por encima de cero significa un incremento del índice BOVESPA, un incremento del riesgo-país y una depreciación del real brasileño (BRL).  
Fuente: Haver Analytics y BBVA Research

Gráfico 5.2

**Tipo de cambio (BRL por USD)**



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Cabe destacar que el reciente repunte de los precios de los activos nacionales se ha producido a pesar de la desaceleración de la actividad económica en lo que va de año y de la falta de apoyo de los términos de intercambio, que cayeron un 1,0% t/t y un 3,0% a/a en el 1T14.

En nuestra opinión, la reciente recuperación de los mercados financieros nacionales, en especial del real brasileño, es más una corrección temporal tras las pérdidas excesivas observadas desde la implementación del *tapering* que el comienzo de una tendencia al alza sostenible y duradera.

El tipo de cambio podría permanecer en los niveles actuales, es decir, en torno al 2,2, a corto plazo, lo que serán buenas noticias para la inflación. Sin embargo, el fin del ciclo de ajuste monetario y la gradual reducción de la intervención del BCB en los mercados cambiarios deberían favorecer una depreciación de la moneda en el futuro. Y lo que es más importante, prevemos que China y los precios de las materias primas serán un poco menos favorables en el futuro, lo que rebajará los términos de intercambio de Brasil un 3% en 2014 y un 3% adicional en 2015. Ese hecho, unido a los actuales problemas de competitividad / déficit por cuenta corriente y a la normalización de las condiciones monetarias en EE. UU. apoyaría nuestra visión de que el tipo de cambio está abocado a una depreciación (véase el Gráfico 5.2 y la tabla de la Sección 6).

## Cuenta corriente: las expectativas de mejora se retrasan a 2015

La mayoría de los cambios de la cuenta corriente brasileña se explican históricamente por las variaciones de la balanza comercial más que por los cambios en las cuentas de servicios o de rentas (Gráfico 5.3). El deterioro de la balanza comercial es sin duda el motor del empeoramiento de la cuenta corriente acumulado desde 2005. Desde entonces hasta el final de 2013, la cuenta corriente cayó del + 1,8% del PIB al -3,6%, mientras que el superávit comercial se redujo del 5,1% al 0,1% y el resto de los componentes de la cuenta corriente apenas cambiaron (representaban un -3,3% del PIB a comienzos de 2005 y -3,7% del PIB en diciembre de 2013).

Hace unos meses, esperábamos que la balanza comercial mostrara algunos signos de recuperación a partir del comienzo del año, pero no ha sucedido así. Las exportaciones

cayeron un 3,0% en los cuatro primeros meses del año, prácticamente lo mismo que las importaciones (-3,5%). Los principales factores de la mala evolución de las exportaciones a comienzos del año son la desaceleración de China, con la consiguiente moderación de los precios de las materias primas y de los términos de intercambio, y la menor demanda de productos manufacturados desde Argentina (las exportaciones al país, que representan casi el 10% del total, han caído un 17% a/a)<sup>3</sup>. Teniendo estos factores en cuenta, así como el impacto de un tipo de cambio que se ha apreciado más de lo previsto a corto plazo, ahora esperamos que el superávit comercial cierre 2014 situándose tan solo en el 0,1% del PIB. En 2015, prevemos que el impacto de la depreciación de la moneda y la moderación adicional de la demanda interna, así como cierta mejora de la demanda mundial, impulsará ligeramente el superávit comercial hasta el 0,3%.

Gráfico 5.3

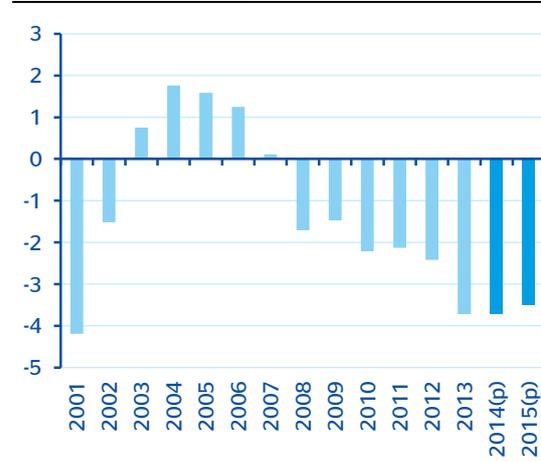
**Cuenta corriente, cuenta de rentas y de servicios y balanza comercial (% PIB)\***



\* La cuenta de rentas y servicios incluye las transferencias internacionales. Por consiguiente, en esta cifra, la cuenta corriente = balanza comercial + cuenta de rentas y servicios.  
Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Gráfico 5.4

**Tipo de cambio (BRL por USD)**



Fuente: Banco Central de Brasil y BBVA Research

Debido a la revisión a la baja en nuestras previsiones de superávit comercial, ahora esperamos que el déficit por cuenta corriente se mantenga prácticamente estable y cierre 2014 en el 3,7% en vez de caer al 3,5% como esperábamos hace tres meses. La mejora gradual de la cuenta corriente debería empezar en 2015, con una ligera reducción del déficit hasta el 3,5%. En nuestro escenario central, la depreciación del tipo de cambio y la relativa mejora de la economía mundial debería allanar el camino para futuras reducciones del déficit por cuenta corriente después de 2015.

3: Para más información sobre nuestra visión de los precios de las materias primas, véase el informe [Situación Latinoamericana 2T14](#).

## Recuadro 1. Precios de la vivienda en América Latina: fuerte dinamismo, pero sin riesgos significativos

Como ya alertaba el FMI en 2011, los precios de la vivienda en términos reales en América Latina vienen creciendo a un promedio de 10% anual desde 2005<sup>4</sup>, significativamente por encima de décadas anteriores<sup>5</sup>. El crecimiento en el precio de un activo puede representar un problema cuando dicho aumento va más allá del justificado por los fundamentales de la oferta y la demanda y se sostiene simplemente por la expectativa de precios más elevados en el futuro. Cabe recordar que fuertes caídas en el precio de la vivienda están usualmente asociadas con pérdidas en producción y en nivel de vida el doble de intensas y duraderas que las asociadas, por ejemplo, a correcciones del mercado bursátil<sup>6</sup>.

Es muy difícil poder discernir si existe una burbuja en el precio de un activo, y el mercado inmobiliario no es la excepción. Sin embargo, existen indicadores que pueden dar indicios sobre una posible sobrevaloración del precio de la vivienda respecto a los fundamentales de la oferta y la demanda. Uno de ellos es la comparación con ciclos de precios anteriores para detectar subidas "excesivas"<sup>7</sup>. En el caso de América Latina, las series de precios de vivienda no son suficientemente largas como para tener varios ciclos. En cualquier caso, fuertes incrementos de precios de la vivienda como los mencionados anteriormente para América Latina son condición necesaria pero no suficiente para la existencia de una burbuja, pues pueden estar justificados por la evolución de los fundamentales de oferta y demanda. Son necesarios indicadores adicionales que relacionen el precio de la vivienda con sus fundamentales para sustentar cualquier afirmación sobre la existencia de una burbuja.

Entre estos indicadores adicionales sobresalen dos: el que mide la accesibilidad de la vivienda y la comparación del precio de la vivienda con el del alquiler. Dentro de los indicadores de accesibilidad, la medida más usada es la ratio ratio de precio de la vivienda al ingreso familiar, pues una ratio más elevada implica un mayor esfuerzo por parte de las familias para acceder a una vivienda, lo que reduciría la demanda y llevaría finalmente a una presión a la baja sobre su precio.

Por otra parte, al utilizar como indicador adicional la relación entre el precio de venta y el de alquiler se parte de la base de que el alquiler representa el

beneficio implícito de poseer un inmueble, de la misma forma que el dividendo es el beneficio de poseer una acción. El alquiler de una vivienda suele estar más ligado a factores de mercado, por lo que un aumento excesivo del ratio del precio de venta respecto al alquiler (teniendo en cuenta impuestos, gastos de mantenimiento y otros costes) indicaría que el beneficio de un activo inmobiliario para sus dueños es bajo en relación a otros activos y, por tanto, difícilmente se pueda sostener hacia delante. Para que el beneficio de tener un activo inmobiliario aumente a un nivel comparable al de otros activos, su precio tenderá a ajustarse a la baja.

Para el caso de Latinoamérica, las métricas disponibles entre las señaladas anteriormente apuntan a ratios relativamente reducidos frente a otros bloques de países, con la excepción de Brasil. En particular, entre los indicadores de accesibilidad, la mediana del ratio de precio a renta en América Latina se ubica por debajo de la de los países desarrollados de Europa, otros emergentes y países asiáticos (ver Gráfico R.2.1)<sup>8</sup>. Considerando únicamente los países de la Alianza del Pacífico, el tiempo que tarda una familia promedio en completar el pago de una vivienda es ligeramente mayor en Colombia y muy similar en Chile, Perú y México.

Por supuesto, la comparación internacional de medidas de accesibilidad a la vivienda deja de lado factores idiosincráticos que pueden explicar las diferencias mencionadas anteriormente, como por ejemplo el diferente grado de acceso al crédito hipotecario (mayor en países desarrollados o en Europa emergente) o el ritmo de crecimiento demográfico. Por ello, otra dimensión importante es detectar tendencias crecientes de los indicadores de accesibilidad o desviaciones sustanciales respecto a las medias históricas que puedan dar pie a preocupaciones sobre la sobrevaloración de los mercados inmobiliarios. Con el límite impuesto por la escasa serie histórica de datos en América Latina, la ratio de accesibilidad en 2013 estaba especialmente por encima del promedio histórico en Brasil y, en bastante menor medida, en Colombia y Perú, mientras que en Chile y México se encontraba incluso por debajo de sus promedios históricos (Gráfico R.2.2). Con todo, hay que recordar que la tendencia a la

4: El crecimiento promedio de los precios de la vivienda en los países de la Alianza del Pacífico entre 2011 y 2013 es precisamente, 10%.

5: FMI, Perspectivas Económicas. Las Américas: atentos al sobrecalentamiento. Abril 2011 pgs 39-44.

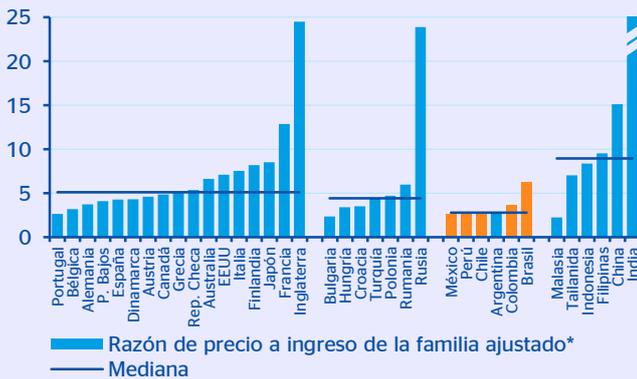
6: FMI, World Economic Outlook 2003, capítulo 2: When Bubbles Burst.

7: IMF, WEO (2013).

8: Datos basados en Global Property Guide y United Nations statistical division, precios ajustados por PPP y tamaño promedio de la familia. Se considera la mediana en vez de la media para evitar valores extremos, particularmente relevantes en Europa, emergentes europeos y Asia. En el caso de países asiáticos esto es particularmente relevante, ya que la mediana es 9 y la media 14, influido por India. En Latinoamérica media y mediana son 2.8 y 3.5 años, respectivamente.

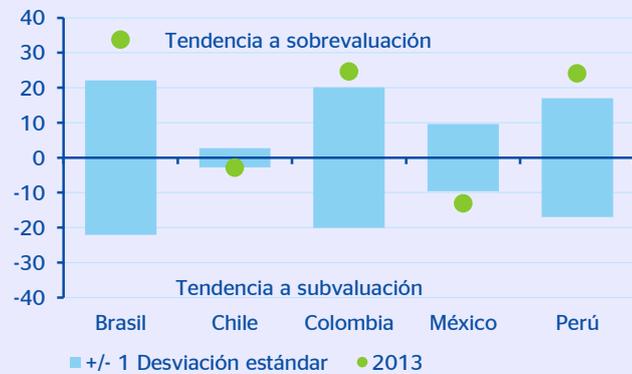
reducción de las tasas de interés de largo plazo en la región favorecería un aumento de la ratio de precio a ingreso al hacer financieramente más accesibles viviendas de mayor valor, incluso cuando el tamaño del mercado hipotecario es relativamente reducido en la región (ver más adelante).

Gráfico R.1.1  
**Razón precio a ingreso**



\* Ajustado por PPP y tamaño promedio de la familia en cada país.  
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

Gráfico R.1.2  
**Razón precio a ingreso como % del promedio histórico\***

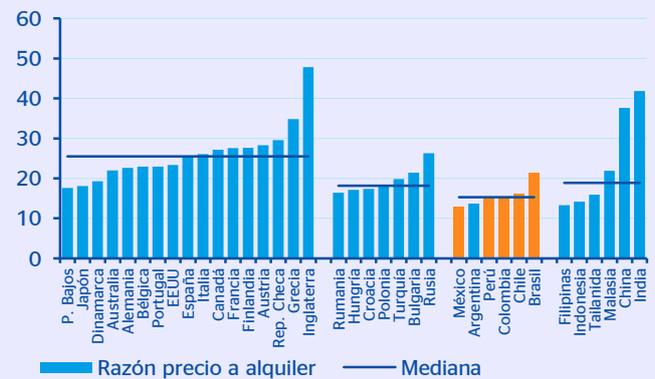


\* El periodo con datos disponibles es de 2008-2013 en el caso de Brasil, 2001-2013 en el caso de Chile, 1998-2013 en el caso de Colombia, 2000-2013 en México, 2007-2013 en Perú.  
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

Al igual que el indicador de accesibilidad, la razón de precio a alquiler (Gráfico R.2.3) es más baja en los países de la Alianza del Pacífico que en Brasil y que la mediana del resto de economías. Como en el caso del índice de accesibilidad, es importante complementar el análisis transversal con una mirada a las tendencias recientes en la relación precio/alquiler, respecto a la experiencia histórica en cada país, para eliminar elementos

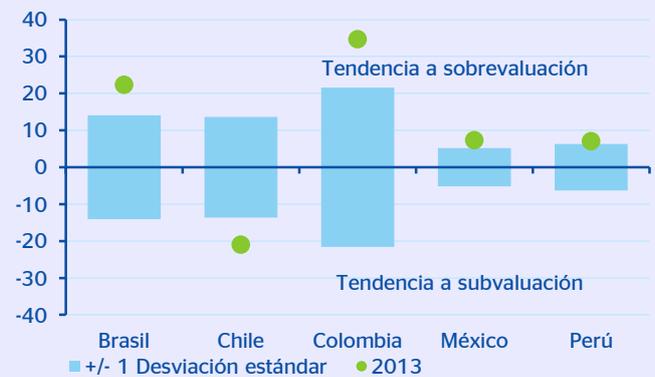
idiosincráticos. En este sentido los resultados son similares a la ratio de accesibilidad, con la misma limitación de una serie de tiempo relativamente corta. La evolución y situación actual de la ratio de precio a alquiler apuntaría a una desalineación fuerte en Brasil y menor en el caso de Colombia, mientras que Perú y México coinciden en estar más en línea con el promedio histórico, y significativamente por debajo en el caso de Chile<sup>9</sup>.

Gráfico R.2.3  
**Razón precio a alquiler**



Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

Gráfico R.2.4  
**Razón precio a alquiler como % del promedio histórico\***



\* El periodo con datos disponibles es de 2008-2013 en el caso de Brasil, 2001-2013 en el caso de Chile, 1998-2013 en el caso de Colombia, 2000-2013 en México, 2007-2013 en Perú.  
Fuente: Global Property Guide y BBVA Research

Las medidas antes descritas apuntan a que no existen, en general, indicios de un aumento de los precios de la vivienda más allá del dictado por los fundamentales, excepto en Brasil y, en mucho menor medida, en Colombia y en Perú. Con todo, conviene analizar la dinámica que estos precios han

9: Cabe recordar que la razón de precio sobre alquiler se debería ajustar para considerar el efecto de cambios en los tipos de interés e impuestos. Un mayor nivel de impuesto sobre la renta (del que se deduzcan los pagos por intereses sobre las hipotecas) favorecería una mayor ratio de precio sobre alquiler. Por otro lado, un mayor impuesto a las transacciones inmobiliarias (o sobre la propiedad inmobiliaria) o unos mayores tipos de interés favorecerían una ratio menor al castigar la propiedad de inmuebles. Conviene aquí mencionar que en el caso de Perú, el único país para el que se cuenta con indicadores de alquiler y precios en términos monetarios y se puede calcular el ratio ajustado por impuestos y tipos de interés, el indicador corrobora las tendencias encontradas en el caso del indicador no ajustado.

tenido en los últimos años. En general, es posible decir que, si bien se ha observado un incremento sostenido y robusto en el precio de la vivienda, este incremento ha ido de la mano del crecimiento en el ingreso disponible en estos países, con lo que no se advierten signos de desalineamiento relevantes respecto a los fundamentales.

En Brasil, la brecha entre el crecimiento reciente del precio de la vivienda y del ingreso sugiere la existencia de un desalineamiento de precios no despreciable. Pese a las señales de sobrevaluación, la evidencia disponible apunta a que el problema estaría concentrado en algunas regiones como las de Rio de Janeiro y Sao Paulo. Además, también hay que tener en cuenta que el fuerte aumento del precio de la vivienda refleja en el caso brasileño un nivel de partida muy debilitado debido al práctico estancamiento del mercado de viviendas en el país. Finalmente, hay señales recientes de moderación en los precios: tras crecer a tasas superiores al 20% en términos reales hace pocos años, en el 2013 el crecimiento fue inferior a 10% incluso en los mercados más dinámicos. Es deseable que este proceso de moderación continúe en los próximos años para evitar un desalineamiento aún mayor de los precios.

En el caso de Colombia, los precios de la vivienda aumentaron en el orden de 10% en términos reales en 2013, aunque destaca la amplia dispersión entre ciudades. El indicador de precio a ingreso se ha mantenido estable desde 2011, aunque por encima de los niveles de la década anterior, lo que estuvo aparejado con el mayor poder adquisitivo de la población, mejores sistemas de transporte y bajas tasas de interés. El mercado hipotecario, que se perfila crecientemente hacia viviendas de mayor valor, refleja el auge de las clases medias. Hacia delante se estima una moderación en los precios debido a menores incentivos públicos a la vivienda media. Se calcula que los precios han de presentar crecimientos por debajo del 6% real en los próximos años para compensar la sobrevaloración moderada y centrada en algunas ciudades del país.

En Chile y Perú, el mercado se ha caracterizado por el dinamismo en las ventas y por aumentos sostenidos en el precio en términos reales, que en el último trimestre de 2013 alcanzaron el 5,5% interanual en Chile y 12,2% en Perú, aunque en este

último caso muy influido por la significativa depreciación del tipo de cambio en un mercado inmobiliario fuertemente dolarizado<sup>10</sup>. En Chile, el aumento en las ventas ha reducido el acervo existente, lo que ha contribuido a mantener los precios altos, pero con menores crecimientos que en el pasado. En ambos casos las zonas con los mayores incrementos han sido las destinadas a las rentas medias, lo que es congruente con el crecimiento de la población en los sectores medios y medios altos. Hacia delante estimamos que continúe el crecimiento en los precios, pero a menor ritmo que en el periodo 2008-2012.

Por último, en México la situación es algo distinta, ya que los precios de la vivienda han crecido en términos reales en los últimos años en torno al 4% anual, similar al índice nacional de precios al consumidor. Por el lado de la demanda no ha habido mayor impulso aunque las condiciones de financiamiento son las mejores históricamente. La relación precio a ingreso está en el nivel más bajo del que se tiene registro, ayudada por la amplia competencia entre bancos y bajas tasas de interés. Continúan los efectos del fenómeno de exceso de oferta de vivienda, particularmente de unidades nuevas en inventario en sectores de interés social. Así, los precios en segmentos medios y residenciales han crecido a mayor ritmo que los del segmento de "vivienda social", reflejando mayor preferencia por viviendas usadas<sup>11</sup>.

En términos de riesgos macroeconómicos derivados de un posible ajuste en el mercado inmobiliario, cabe mencionar que el principal canal de contagio al resto de sectores suele ser a través del impacto negativo sobre la calidad del crédito hipotecario, que afecte a su vez a la salud del sistema financiero. En el caso de América Latina en general, y en la Alianza del Pacífico en particular, el crédito hipotecario representa aún una proporción relativamente reducida del crédito total (Gráfica R2.3). Salvo en el caso de Chile (18.7% del PIB), en el resto de economías de la AP el crédito hipotecario representa una proporción muy reducida: del orden del 9.1% en México, 7.7% en Brasil, 5.3% en Colombia y 4.9% en Perú<sup>12</sup>. Por ello, una eventual situación de sobrevaloración en el sector y posterior corrección de precios tendría un impacto muy acotado en el sector financiero de la región.

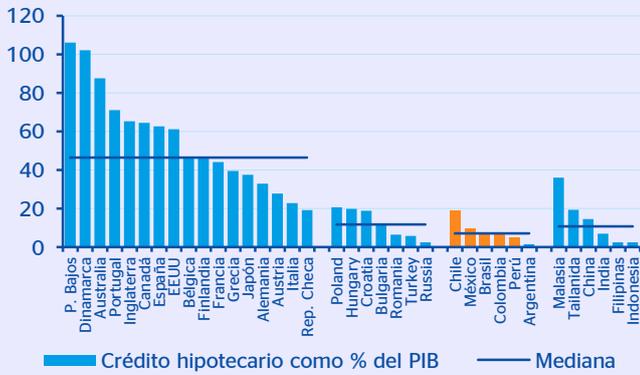
10: El incremento de precios en Perú fue de 7.2% en dólares, menor al observado en años previos.

11: Situación Inmobiliaria Colombia 2013, Situación Inmobiliaria Chile 2013, Situación Inmobiliaria Perú 2013, Situación Inmobiliaria México 1er semestre 2014

12: En el caso de México este porcentaje considera únicamente crédito bancario. Si se consideran los institutos públicos de vivienda (Infonavit y Fovissste) la participación es del 9.4% del PIB.

Gráfico R.2.5

**Crédito Hipotecario como % del PIB**



Datos de 2013 para México, Brasil y Colombia; 2012 para Chile Perú y Argentina.  
Fuente: Housing Finance Network (HOFINET) y BBVA Research

A la vista de los indicadores de accesibilidad y de rentabilidad de la propiedad inmobiliaria, el rápido aumento en el precio de la vivienda en América Latina no parecería estar relacionado con el surgimiento de una burbuja de precios, sino que estaría apoyado en buena medida en la demanda creciente de vivienda,

impulsada por la mejor situación económica, particularmente de las clases medias de estos países, combinada con una oferta relativamente inelástica en el corto plazo, especialmente en algunas ciudades que han visto los mayores incrementos de precios en los últimos años. Puede decirse, eso sí, que habría una sobrevaloración no despreciable en el precio de la vivienda en el caso de Brasil y, en menor medida, en Colombia y Perú, pero que no sería lo suficientemente elevada como para augurar una corrección brusca de precios. En todo caso, incluso en el caso de que se produjera un ajuste sustancial del precio de la vivienda, el impacto macroeconómico de ese ajuste sería limitado, a diferencia de lo ocurrido hace 6 años en EEUU o en España, pues el crédito hipotecario representa una fracción pequeña del crédito total (salvo en Chile). En el contexto de la mayor estabilidad y fortaleza de los fundamentales, existe importante espacio de desarrollo del sector hipotecario en la región bajo condiciones de financiación adecuadas.

## 6. Tabla de previsiones

Tabla 4.1  
Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% interanual)	1,0	2,3	2,0	1,6
Inflación (% a/a, fdp)	5,8	5,9	6,2	5,6
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	2,04	2,34	2,46	2,60
Tipos de interés (% fdp)	7,25	10,00	11,00	12,25
Consumo privado (% a/a)	3,2	2,3	2,3	1,3
Gasto público (% a/a)	3,3	1,9	3,1	1,5
Inversión fija (% a/a)	-4,0	6,2	1,7	2,4
Exportaciones (% a/a)	0,5	2,5	3,3	3,5
Importaciones (% a/a)	0,3	8,3	2,0	2,2
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,3	-3,8	-3,4
Cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-3,6	-3,7	-3,5

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".**

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

**Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Economías Emergentes:**

**Enestor Dos Santos**  
enestor.dossantos@bbva.com

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas  
c.posadas@bbva.com

Pablo Urbiola  
pablo.urbiola@bbva.com

**BBVA Research****Economista Jefe del Grupo**  
**Jorge Sicilia****Economías Emergentes:**  
**Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**  
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia  
**Xia Le**  
xia.le@bbva.com.hk

México  
**Carlos Serrano**  
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam  
**Juan Ruíz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile  
**Jorge Selaive**  
jselaive@bbva.com

Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.com

**Economías Desarrolladas:**  
**Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@bbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com

**Áreas Globales:**

Escenarios Económicos  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos  
**Clara Barrabés**  
clara.barrabes@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación:**  
**Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@bbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución  
**José Carlos Pardo**  
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global  
**Matías Viola**  
matias.viola@bbva.com

**Interesados dirigirse a:**

**BBVA Research**  
Paseo Castellana, 81 – 7ª planta  
28046 Madrid  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)