

Situación Brasil

Tercer Trimestre de 2014

Unidad de Economías Emergentes

- La economía brasileña se encuentra en una situación de estanflación, debido al crecimiento significativamente por debajo del potencial y a la inflación al alza y por encima del objetivo.
- Estimamos que el PIB crecerá tan sólo el 1,3% en 2014 y, a falta de una recuperación, el 1,6% en 2015. La confianza de los agentes, que se encuentra por debajo de lo observado en la crisis del 2009, es una de las barreras al aumento del dinamismo económico.
- La inflación cerrará el 2014 en el 6,2%, tras mantenerse durante algunos meses por encima del rango objetivo. La ligera moderación a partir del final de 2014 contribuirá a que cierre el 2015 en el 5,8%. Además, implicará que el país salga de la situación de estanflación en la que se encuentra actualmente.
- El tono expansivo de la política fiscal contribuye a que los tipos de interés se mantengan elevados y el tipo de cambio apreciado, dificultando el necesario ajuste hacia un modelo de crecimiento más apoyado en las exportaciones y en la inversión y menos en el consumo.

Índice

1. Resumen	3
2. Entorno global: recuperación más lenta, en un contexto complejo	4
3. Brasil: estanflación	7
Recuadro 1. El potencial de crecimiento de la economía brasileña	11
Recuadro 2. Identificando episodios de estanflación en Brasil	15
Recuadro 3. Más sobre la competitividad de la economía brasileña	17
4. La falta de un ajuste fiscal afecta negativamente a la actividad económica a través de tipos de interés más altos y un cambio más apreciado	19
5. Tabla de previsiones	24

Fecha de cierre: 5 de agosto de 2014

1 Resumen

La recuperación mundial será más lenta de lo esperado, en un entorno complejo. Los mercados financieros se mantuvieron sin tensiones aparentes en los últimos tres meses y la actividad mantiene un buen dinamismo, después del bache del primer trimestre en EE. UU. El crecimiento mundial se moderó en el primer semestre de 2014, pero seguimos pensando que se acelerará, desde 3,3% este año hasta 3,8% en 2015. Por áreas, se mantienen las perspectivas positivas para las economías avanzadas en 2015, mientras que en China se anticipa una desaceleración muy acotada, hasta el 7% en 2015.

En Brasil, revisamos nuestra previsión de crecimiento para el 2014 desde el 2,0% hasta el 1,3%, debido al bajo crecimiento en el primer semestre, marcado por la contracción de la inversión, y la falta de buenos motivos para esperar un repunte significativo en lo que queda de año, en un entorno de elevada incertidumbre y baja confianza. Estimamos que el crecimiento alcance el 1,6% en el 2015, un año que esperamos sea de ajustes, independientemente del resultado de las elecciones de octubre de 2014.

La inflación ha subido desde el inicio del año y ya se encuentra por encima del rango objetivo de 2,5%-6,5%. Debería seguir por encima de dicho rango hasta noviembre, antes de caer ligeramente y cerrar el año en 6,2%. Pese a la moderación de la actividad, no hay perspectivas de moderación significativa de precios debido a los procesos en marcha de convergencia de los precios administrados con respecto a los precios libres, cuya brecha actual es de 13%, y del tipo de cambio con respecto a su nivel de equilibrio, lo que puede implicar una depreciación de 10%-15%. Estimamos que la inflación cierre 2015 en 5,8%.

El deterioro de la actividad económica, que crece por debajo del potencial, estimado de 2,8% (Recuadro 1), y la inflación al alza y por encima del objetivo implican que la economía atraviesa en estos momentos una situación de estanflación. A ello contribuyen una serie de problemas de oferta, como la caída de los términos de intercambio y el deterioro de la competitividad (Recuadro 3). Asimismo, de acuerdo con la metodología que hemos utilizado (Recuadro 2), el país saldría de esta situación de estanflación en el 4T14 y se alejaría de ella en 2015 por la desaceleración de la inflación.

La política fiscal se centra en apoyar la demanda interna, como desvelan las recientes medidas de apoyo a la actividad. El bajo crecimiento justificaría este tono más expansivo. Sin embargo, un tono más neutral ayudaría a aumentar la credibilidad de las políticas públicas y a reducir el pesimismo respecto al país. Además, ayudaría en el combate a la inflación, quitando presión a los tipos de interés y dando más margen para que el real se deprecie y apoye a las exportaciones. Esperamos que el superávit primario alcance el 1,4% del PIB este año, por debajo del objetivo de 1,9%, y tras un ajuste moderado en el primer año del próximo gobierno se acerque al 1,9%.

El BCB da señales de que mantendrá el SELIC estable en el 11% y, al mismo tiempo, inyecta liquidez en la economía a través de una reducción de los encajes. Aparentemente, el BCB utilizará los tipos SELIC como instrumento para controlar la inflación y los encajes bancarios como herramienta para estimular los mercados de crédito y el crecimiento. Lo último puede dificultar el anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo. Mantenemos nuestra previsión de que los tipos SELIC seguirán en 11% en lo que queda de año y se ajustarán al alza en el 2015 en línea con la normalización de la política monetaria en EE.UU.

El real se apreció un 8% desde el inicio del año y se encuentra un 10%-15% apreciado con respecto a su nivel de equilibrio. Esperamos que esta brecha se cierre hacia finales de 2015. La mayor parte de este ajuste se hará el próximo año, posibilitado por una menor intervención esperada del BCB en los mercados de cambio y por la normalización de la política monetaria en EE. UU. A pesar del impacto sobre la inflación, la depreciación cambiaria es necesaria para que la economía se ajuste hacia un modelo de crecimiento más apoyado en las exportaciones y en la inversión y menos en el consumo.

2 Entorno global: recuperación más lenta, en un contexto complejo

Bajas tensiones financieras, dominadas por la Fed, apoyan un escenario favorable al crecimiento

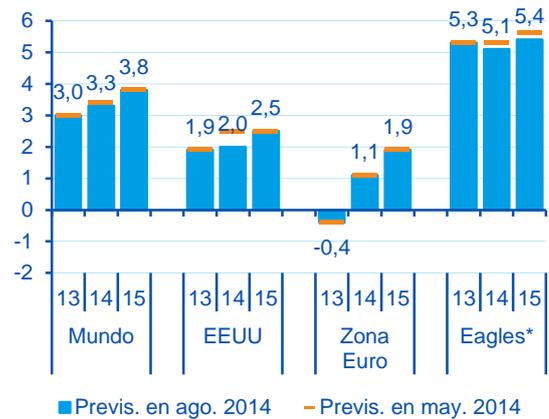
Los indicadores de coyuntura global son consistentes con un escenario favorable al crecimiento. Por un lado, las tensiones en los mercados financieros se mantienen en valores bajos de acuerdo a nuestros indicadores, tanto en mercados emergentes —el repunte reciente se debe específicamente a Rusia— como desarrollados (Gráfico 2.1). Por otro, la actividad industrial y el comercio mundial mantienen un buen dinamismo. Todo ello en un entorno global en el que los eventos de riesgo geopolítico, aun sin ser claramente disruptivos de la actividad económica, sí que surgen por doquier, aumentando la incertidumbre. Por ahora, la volatilidad financiera se encuentra en niveles históricamente bajos, ya que el factor que domina el comportamiento de los mercados financieros globales es la Fed, que gestiona cuidadosamente una salida muy pausada de los excepcionales impulsos monetarios de los últimos años.

Gráfico 2.1
Índice BBVA de Tensiones en los mercados financieros



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



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

En China, se aleja el riesgo de brusca desaceleración y se sostendría un crecimiento por encima del 7%

China se aleja del riesgo de brusca desaceleración, que algunos se planteaban hace pocos meses, gracias a la mejora de las exportaciones y a medidas de apoyo fiscal y monetario. La mejora de la demanda externa y el freno en la apreciación del yuan han favorecido la recuperación de las ventas al exterior, a la vez que las autoridades han puesto en marcha la relajación de la política monetaria con recortes de los ratios de reservas bancarias que han favorecido el crédito. El control del sector bancario en la sombra y los planes de liberalización del sector bancario más regulado están favoreciendo que la mayor parte de la nueva financiación la esté proporcionando este último. Esa combinación de medidas de control y a la vez liberalización para favorecer la competencia de la banca tradicional (libertad de fijación de tasas de interés,

facilitar la entrada de inversión privada, favorecer el crédito a empresas privadas frente a las del sector estatal) son las que deben permitir que el proceso de desapalancamiento se produzca de modo ordenado, sin ajustes bruscos. Finalmente, también se han tomado medidas de política fiscal, sobre todo con el aumento del gasto en infraestructuras, más dirigido que en otras ocasiones.

Con todo ello, se mantienen las perspectivas de una desaceleración muy acotada, hasta el 7,0% en 2015 desde el 7,7% en 2013. Este movimiento lleva además aparejado un movimiento de largo plazo de aumento del peso del gasto en consumo de los hogares frente a la inversión empresarial, a la vez que la moneda china vuelve a tomar la tendencia previa de apreciación frente al dólar. En definitiva un rebalanceo económico con moderación del crecimiento de la deuda, para lo cual las autoridades cuentan con el margen de maniobra que les da el elevado nivel de reservas, el control de la balanza por cuenta corriente con un ahorro privado elevado y la relativamente baja deuda pública.

Bache transitorio del crecimiento en EEUU. La política de comunicación de la Fed será clave para minorar la volatilidad de los mercados

La caída del PIB estadounidense en el primer trimestre de 2014 se debió principalmente a factores transitorios, pero la intensidad del ajuste obliga a rebajar las perspectivas de crecimiento de 2014 desde el 2,5% al 2,0% (Gráfico 2.2). El descenso del PIB de EE.UU. del 2,1% trimestral a ritmo anual es de los más intensos de la serie histórica en una etapa cíclica de crecimiento. La información coyuntural más reciente muestra que la economía norteamericana se ha recuperado del efecto intenso pero transitorio del mal tiempo y de una fuerte caída de la acumulación de stocks.

Mayor incertidumbre existe sobre las perspectivas de tensionamiento de la política monetaria de la Fed y, sobre todo, del impacto global que ello tendrá en los mercados financieros. La Fed dejará de ampliar su balance en octubre, iniciando entonces una etapa en la que será la llegada de nueva información sobre la fortaleza del ciclo económico y el anclaje de las perspectivas inflacionistas la que determinará el ritmo y las medidas monetarias a tomar. En nuestro escenario más probable, será en el tercer trimestre de 2015 cuando se produzca la primera subida de la tasa de los fondos federales, con un sesgo a que se pueda producir más cerca de mediados de año. En este escenario, la política de comunicación de la Fed ganará en importancia, y con ello, también es factible un aumento de la incertidumbre y volatilidad en los mercados financieros globales.

Mejoran las perspectivas de la zona del euro por el apoyo de las políticas de demanda y los avances en la Unión Bancaria

Los indicadores de coyuntura del área del euro son consistentes con una suave recuperación del PIB, acorde con la previsión de llegar al 1,1% en el conjunto del 2014, primer crecimiento anual desde 2011. La sostenida mejora de las condiciones de acceso a los mercados financieros, especialmente para las economías más estresadas de la periferia del área, es el principal factor de soporte al crecimiento del área, a lo que se une el relajamiento de los objetivos de déficit público en el corto plazo y un entorno exterior que es más positivo. Las razones últimas de este círculo virtuoso son básicamente dos. En primer lugar, la confianza generada por las decisiones tomadas por las autoridades del área para fortalecer el mercado único en el sector financiero y el apoyo de la política monetaria implementada por el BCE, yendo más allá de lo que era previsible hace pocos trimestres. En segundo lugar está el anclaje de las tensiones financieras globales en niveles mínimos. Además, las reformas emprendidas en los mercados de factores productivos de algunas economías, orientadas a favorecer una mejora de los precios relativos frente al exterior, también son un factor positivo.

Con todo, aunque mantenemos las cifras esperadas de crecimiento en el 1,1% para 2014 y 1,9% para 2015 (Gráfico 2.2), el sesgo es al alza si se considera el potencial impacto de las medidas anunciadas por el BCE. Todo ello no elimina la existencia de un riesgo bajista que se puede desencadenar por el empeoramiento de la crisis de Ucrania y los efectos de las sanciones económicas a Rusia, a lo que no sería inmune el área del euro.

En resumen, un crecimiento mundial que irá de menos a más a partir de la segunda mitad de 2014

En el escenario más probable, la ralentización registrada en el crecimiento mundial en la primera parte de 2014 habrá finalizado ya. Los indicadores de confianza cíclica y de volatilidad financiera más recientes son consistentes con una mejora paulatina, que permitiría alcanzar un crecimiento mundial en 2014 del 3,3%, tres décimas más que en 2013 (Gráfico 2.2). El mantenimiento de unas favorables condiciones de financiamiento global y el apoyo de las políticas económicas de demanda favorecería que el crecimiento se acelerase adicionalmente en 2015 hasta tasas cercanas al 3,8%, con aumento de la contribución de las economías más desarrolladas, que podrían poco a poco ir planteando la salida de los excepcionales estímulos de los últimos años.

La incertidumbre de este escenario base sigue sesgada a la baja por el resurgimiento de riesgos geopolíticos y las dudas sobre el impacto global en flujos de capital y precios de activos financieros de la cercanía de la subida de tasas en EE.UU.

3 Brasil: estanflación

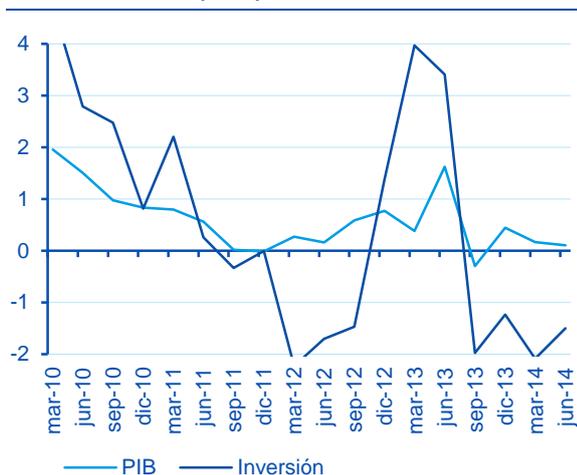
Tras las señales adicionales de debilitamiento, revisamos nuestra previsión de crecimiento a 1,3% en el 2014. No hay perspectivas de recuperación significativa en el 2015, cuando la economía debería crecer un 1,6%

En el primer trimestre del año el PIB de la economía brasileña creció tan sólo 0,2% t/t, significativamente por debajo de lo esperado. La evidencia disponible para el segundo trimestre sugiere una moderación adicional de la actividad económica en el período (Gráfico 3.1). En concreto, esperamos un crecimiento de tan sólo 0,1% t/t del PIB en el período, pero no sería sorpresiva una ligera contracción.

El debilitamiento de la actividad ha sido generalizado, pero especialmente fuerte en el componente de inversión en capital fijo, que cayó 2,1% t/t en el 1T14 y prevemos que caiga por cuarto trimestre consecutivo en el 2T14. Con respecto a la contribución al crecimiento del consumo y de las exportaciones netas, esperamos que sea más positiva en el 2T14 que en el 1T14; en el caso de las exportaciones netas, debido principalmente a una moderación de las importaciones.

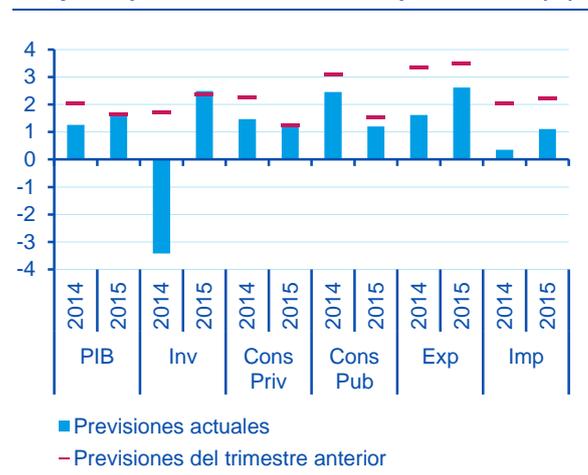
Teniendo en cuenta el muy bajo crecimiento en la primera mitad del año y la falta de buenos motivos para esperar un repunte significativo en lo que queda de año, hemos revisado nuestra previsión de crecimiento para la economía brasileña en el 2014 desde el 2,0% hasta el 1,3%. La revisión a la baja de nuestra previsión ha sido especialmente significativa en el caso de la inversión, que ahora prevemos que se contraiga alrededor del 3% este año. Pese las revisiones a la baja, el consumo y las exportaciones contribuirán positivamente al crecimiento (Gráfico 3.2).

Gráfico 3.1
PIB e inversión* (% t/t)



* Los datos para el 2T14 son las previsiones de BBVA Research.
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.2
PIB y componentes de demanda: previsiones (%)



Fuente: BBVA Research

Además de una serie de problemas de carácter estructural, como por ejemplo la creciente pérdida de competitividad de la economía (Recuadro 3.3), la actividad —y en particular la inversión— sigue sufriendo el impacto negativo de la incertidumbre respecto a las políticas públicas internas y la evolución futura de la economía, en cierta medida debido a las elecciones generales de octubre de 2014 en las que serán elegidos los gobiernos nacional y regionales, así como sus respectivos congresos. Por otro lado, el aumento

de la incertidumbre está también relacionado con el empeoramiento de la economía en los últimos años, lo que crea un ciclo negativo, claramente desfavorable.

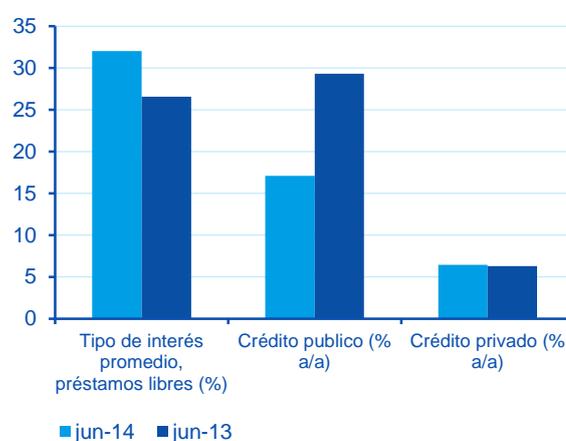
La reducción de la confianza empresarial y de las familias es un claro reflejo de los problemas actuales de la economía, en especial del referido aumento de la incertidumbre. El indicador de confianza del consumidor presenta una fuerte tendencia bajista desde el inicio del año pasado y actualmente se encuentra en niveles significativamente inferiores a los de la crisis del 2009. El indicador de confianza de los empresarios, cuya tendencia bajista empezó en el inicio del 2010, registra actualmente valores muy similares a los más bajos registrados en el 2009 (Gráfico 3.3).

Gráfico 3.3
Confianza del consumidor y empresarial



* El indicador de confianza del consumidor ha sido ajustado al rango 0-100.
Fuente: Fecomercio, CNI y BBVA Research.

Gráfico 3.4
Mercados de crédito



Fuente: BCB y BBVA Research

La fragilidad reciente del crecimiento económico está también relacionada con el tono restrictivo de la política monetaria tras el ajuste de 375 puntos básicos en la tasa SELIC entre marzo de 2013 y abril de 2014. Este ajuste ha contribuido, entre otras cosas, a la apreciación reciente del tipo de cambio, con un impacto negativo sobre las exportaciones netas, y al aumento de los tipos de interés en los préstamos bancarios. Lo último ha favorecido una moderación adicional de los mercados de crédito, en un entorno marcado por un crecimiento del stock de crédito de tan sólo 13% a/a (aproximadamente 6% en términos reales), en comparación con alrededor de 32% a/a (25% en términos reales) en el 2008, consecuencia de la reciente ralentización de los préstamos públicos y del estancamiento de los préstamos concedidos por los bancos privados (Gráfico 3.4).

Adicionalmente, contribuyeron a la moderación de la actividad interna, especialmente a través de su impacto sobre las exportaciones, la caída de aproximadamente un 4% en los términos de intercambio en la primera mitad del año y la moderación de la demanda de Argentina, destino habitual de cerca del 8% de las exportaciones brasileñas (Gráfico 3.5). Con respecto a esto último, un factor de riesgo es que la demanda argentina de exportaciones brasileñas se modere aún más debido al impacto, a través del canal comercial, de la reciente suspensión de pagos (véase el [Recuadro 1 de nuestro Situación Brasil 1T14](#) para más detalles sobre el impacto en los países de América Latina de una situación de estrés en Argentina).

En línea con lo esperado, la evidencia preliminar sugiere que el impacto positivo del Mundial de Fútbol celebrado recientemente en el país ha sido pequeño y restringido a unos pocos sectores de servicios. Por el

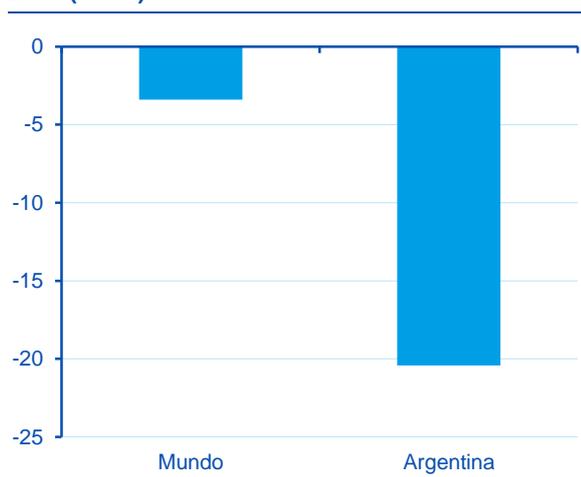
contrario, el menor número de días laborales debido a los feriados decretados durante el evento ha ayudado a reforzar la tendencia negativa de la industria y de otros segmentos.

Esperamos que, tras un primer semestre especialmente débil, la economía brasileña muestre algunas señales de recuperación. Esta perspectiva se basa en el mayor dinamismo esperado de la economía mundial en el período y en el impacto —aunque limitado— de algunas medidas de estímulo fiscales y macroprudenciales adoptadas recientemente tanto por el gobierno como por el Banco Central de Brasil, BCB (véase secciones abajo para más detalles). Estas medidas, entre las cuales destacamos las de carácter tributario para el sector del automóvil, las de apoyo al sector exportador y al mercado de capitales y, principalmente, la inyección de liquidez mediante la reducción de los encajes bancarios, muestran que el deterioro adicional de la actividad económica ha sesgado marginalmente a las autoridades económicas en la dirección de apoyar el crecimiento en lugar de priorizar el combate a la inflación.

Asimismo, si esta esperada recuperación parcial no se materializa, el crecimiento este año sería alrededor de 0,5 p.p. inferior a nuestra previsión oficial de 1,3% para este año.

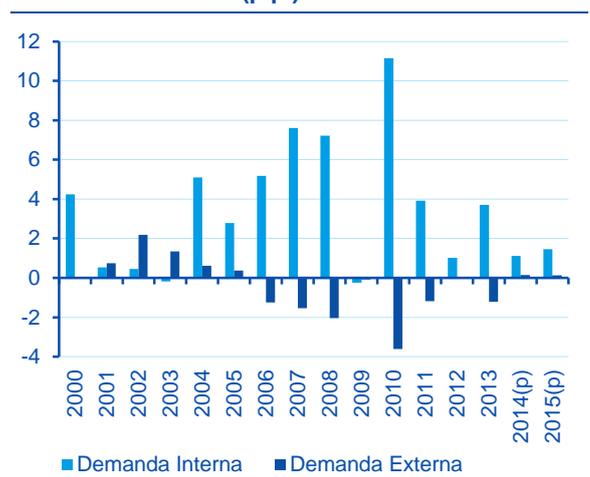
Las elecciones generales de octubre de 2014, que decidirán, entre otras cosas, al presidente de Brasil en el período 2015-2018, aumentan las incertidumbres con respecto al desempeño de la economía en los próximos años. Las encuestas recientes, realizadas tras el Mundial de Fútbol, muestran que, pese al crecimiento de los candidatos de la oposición, la presidenta Dilma Rousseff (del PT, el Partido de los Trabajadores) sigue siendo la favorita en la disputa con los candidatos Aécio Neves (del PSDB) y Eduardo Campos (PSB), ambos defensores de una gestión más ortodoxa de la política económica. En todo caso, a pesar del favoritismo de Dilma Rousseff, no puede descartarse la victoria de alguno de los candidatos opositores, en particular de Aécio Neves, sobre todo teniendo en cuenta el deseo de cambio revelado en las encuestas recientes y el posible impacto del actual entorno económico sobre las decisiones de los electores.

Gráfico 3.5
Exportaciones de bienes, primer semestre de 2014 (% a/a)



Fuente: ALICEWEB y BBVA Research

Gráfico 3.6
Contribución de la demanda externa e interna al crecimiento del PIB (p.p.)



Fuente: BCB y BBVA Research

Independientemente del resultado de las elecciones generales, creemos que 2015 será un año de ajustes, marcado por la recomposición de los precios administrados y un tono más restrictivo de las políticas económicas (véanse las secciones subsecuentes para más detalles). Sin estos ajustes, las expectativas de inflación podrían deteriorarse aún más, la incertidumbre y la falta de confianza podrían seguir impidiendo un mayor dinamismo de la actividad económica y las dudas con respecto a las cuentas públicas podrían generar nuevos recortes en la calificación de crédito del país por parte de las agencias calificadoras de riesgo¹.

En el corto plazo, i. e. en el 2015, estos ajustes dificultarían una sólida recuperación de la actividad económica pese al mayor crecimiento de la economía mundial. Más concretamente, estimamos que, tras crecer un 1,3% en el 2014, el PIB aumentaría al 1,6% en el 2015, el mismo dato que manejábamos hace tres meses. En cuanto a los componentes de la demanda, la inversión y las exportaciones contribuirían más al crecimiento en el próximo año que en este, por la reducción de la incertidumbre respecto a las políticas públicas y la esperada depreciación del real (Gráfico 3.2).

Cabe destacar la contribución más positiva al PIB de la demanda externa tanto en 2014 como en 2015, en comparación con los años anteriores, lo que refleja en parte un menor crecimiento de las importaciones, consecuencia de la moderación de la demanda interna (Gráfico 3.6). Asimismo, como [hemos venido destacando en nuestros informes](#), un sólido crecimiento de las exportaciones, así como de la inversión, es una condición necesaria para que el país vuelva a crecer a tasas alrededor del 3%, cercanas a los niveles de crecimiento potencial (Recuadro 3.1). Para que las exportaciones recuperen competitividad y presenten un mayor dinamismo, vemos fundamental una mayor depreciación del tipo de cambio, que sigue en niveles apreciados, debido en parte a la intervención del BCB en los mercados de cambio (ver secciones subsecuentes para más detalles).

1: En marzo de 2014, S&P recortó la calificación de la deuda soberana de Brasil de BBB a BBB-.

Recuadro 1. El potencial de crecimiento de la economía brasileña

Hemos actualizados nuestras previsiones de PIB potencial para Brasil, incorporando a nuestro proceso de estimación los datos observados en los últimos trimestres y nuestras previsiones para las principales variables en los próximos años.

Estimamos que el crecimiento potencial de la economía se encuentra en estos momentos cerca de 2,8% y que se mantendrá en estos niveles en los próximos años (Gráfico R.1.1).

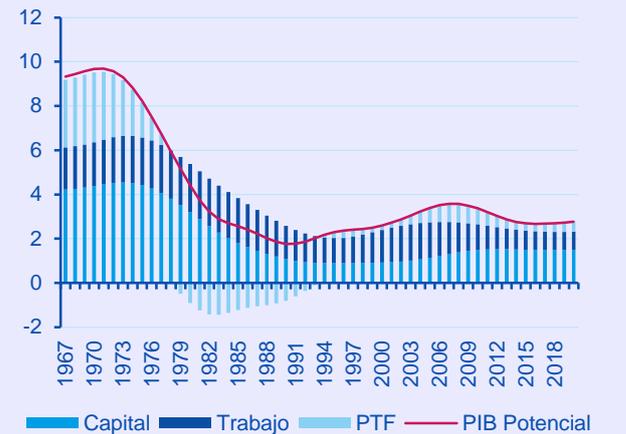
La principal contribución a este crecimiento de 2,8% viene —y seguirá viniendo— del factor capital, con una aportación prácticamente constante de 1,5 p.p. El factor trabajo y la productividad total de los factores (PTF) contribuyen actualmente con 0,9 p.p. y 0,3 p.p., respectivamente. Hacia 2020, la contribución del factor trabajo se suavizaría muy ligeramente, compensada por el repunte de la PTF. Lo anterior debido en parte a la gradual reducción de la población en edad de trabajar y lo último por un aumento de la PTF por avances marginales positivos en el entorno institucional.

Esta tasa de crecimiento es inferior a la de los años anteriores. En los años 2007-2008, la tasa de crecimiento potencial, según nuestras estimaciones actuales, se acercó al 3,6%, debido a mayores contribuciones del factor trabajo, favorecido en aquel momento por dinámicas demográficas más favorables, y de la PTF.

La tasa de crecimiento potencial actual, de 2,8%, es también inferior a la que estimamos hace un año, 3,8% (Gráfico R.1.2). Esta revisión a la baja se debe a la menor contribución del factor capital y, especialmente, de la TFP. Con respecto al factor capital, la revisión a la baja se explica por la decepción con respecto a la evolución reciente de las inversiones (han caído como proporción del PIB) y con la falta de perspectivas de un repunte en los próximos años. Por otro lado, hemos rebajado nuestras expectativas sobre los avances institucionales y el entorno de negocios, en parte por la falta de perspectivas sobre la adopción de una agenda de reformas que contribuya al aumento de la productividad. Es ilustrativo el

deterioro del debate económico, más centrado en políticas macroeconómicas que en reformas y productividad. Estos factores determinan una menor contribución de la PTF al crecimiento.

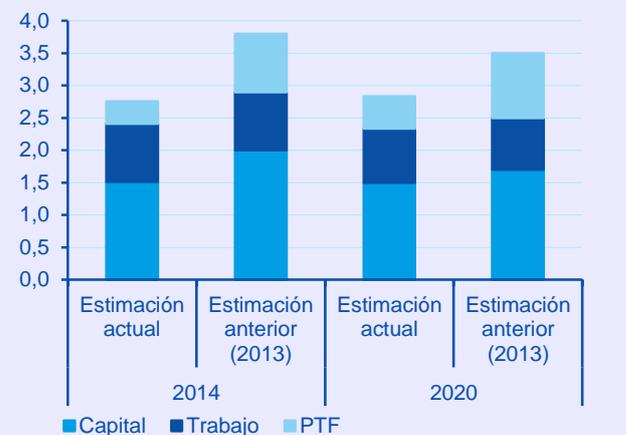
Gráfico R.1.1
Crecimiento potencial, por componentes, 1967-2020 (%)



Fuente: BBVA Research

Finalmente, teniendo en cuenta nuestra estimación de crecimiento potencial de cerca de 2,8%, podemos concluir que la moderación reciente de la economía es temporal y que la actividad debería recuperarse en el medio plazo. En concreto, creemos que lo hará después de los ajustes que esperamos que se adopten tras las elecciones, en el 2015 (véanse las secciones anteriores).

Gráfico R.1.2
Crecimiento potencial, por componentes, 2014 y 2020, estimación actual y anterior (2013)



Fuente: BBVA Research

Inflación: por encima del rango objetivo y sin perspectivas de moderación significativa por las eventuales correcciones en los precios administrados y en el tipo de cambio

La inflación intermensual ha estado moderándose de forma ininterrumpida desde marzo, cuando alcanzó 0,92% m/m. El desvanecimiento del impacto de la sequía que afectó el país al inicio del año ha contribuido a esta tendencia a la baja. En todo caso, esta moderación de la inflación mensual se debe en gran parte a factores estacionales y se ha observado frecuentemente en el mismo período en los años anteriores (Gráfico 3.7).

Gráfico 3.7
Inflación (% m/m)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.8
Inflación (% a/a)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Asimismo, a pesar de la desaceleración en términos mensuales, la inflación anual ha subido de manera continua desde el inicio del año (Gráfico 3.7). A la subida más reciente, hasta el 6,5% a/a en junio, ha contribuido el fuerte aumento del precio de algunos servicios cuya demanda creció en el periodo de manera significativa debido al Mundial de Fútbol (hoteles: 25% m/m, billetes de avión: 22% m/m).

Pese a que en julio y agosto la inflación se beneficiará de la caída de los precios de los mismos servicios cuyos precios aumentaron por el Mundial, prevemos que en términos anuales seguirá aumentando en los próximos meses y se mantendrá hasta noviembre por encima del techo objetivo de 6,5% a/a del BCB (Gráfico 3.8), antes de moderarse ligeramente en diciembre, favorecida por un efecto base positivo, y cerrar el año en 6,2% a/a, el mismo valor que esperábamos hace tres meses.

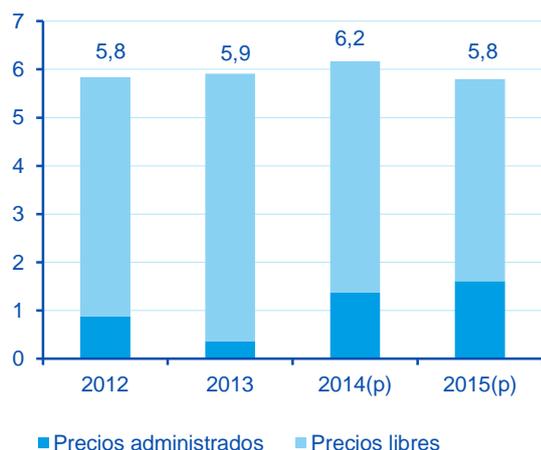
Además de factores más estructurales como la elevada indexación de la economía, el aún significativo aumento de los costes laborales y la aceleración de la inflación de los productos administrados impiden que el aumento reciente de los tipos de interés y la moderación de la actividad causen una reducción significativa de la inflación.

Con respecto a los costes laborales, estos crecen actualmente cerca del 3% a/a en términos nominales (9% a/a en términos reales), apoyados por el muy bajo nivel de desempleo (5,1%) y por la política de aumento del salario mínimo, y a pesar de la moderación de la creación de nuevos puestos de trabajo en la economía².

2: Aunque la creación de nuevos puestos de trabajo en la economía se haya estado moderando en los últimos tiempos, la tasa de desempleo se mantiene en niveles particularmente bajos debido a la reducción de la fuerza de trabajo.

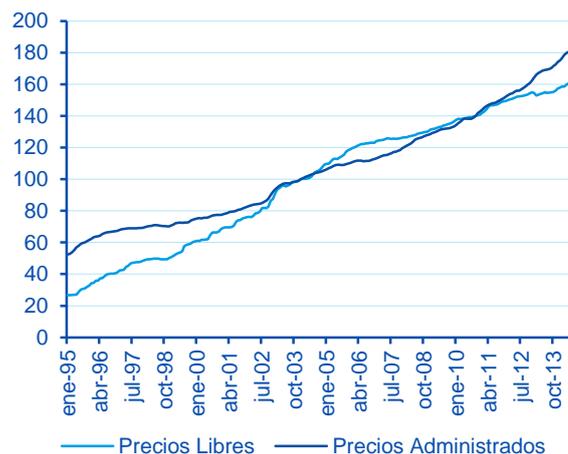
Por otro lado, la inflación de los productos administrados se está acelerando por la falta de margen para mantener los subsidios concedidos anteriormente. En concreto, la inflación de los productos supervisados por el gobierno, cuyo peso en la canasta del IPCA es de aproximadamente el 24%, ha subido desde el 1,5% a/a al final de 2013 al 4,0% a/a en junio de 2014.

Gráfico 3.9
Contribución de los precios administrados y libres a la inflación anual*



* El peso de los productos administrados por el gobierno en la canasta del IPCA es de aproximadamente 24% en el período analizado.
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 3.10
Precios libres y administrados, índice ene-04=100



Fuente: BCB y BBVA Research

La aceleración de la inflación de los productos administrados por el gobierno continuará en los próximos meses. Esperamos que al final del año alcance el 6,0% a/a, contribuyendo por tanto de forma mucho más significativa a la inflación de 2014 que en los años anteriores (Gráfico 3.9).

La esperada presión adicional de los precios administrados en el próximo año, cuando prevemos alcancen el 7% a/a, así como el impacto de la esperada depreciación del tipo de cambio, no dejarán espacio para una reducción significativa de la inflación, aunque la moderación de la demanda interna contenga las presiones alcistas sobre los precios libres. La falta de anclaje de las expectativas de largo plazo, actualmente alrededor del 6% a/a, también es una barrera a una moderación más fuerte de la inflación. Considerando todo esto, estimamos que la inflación sea en promedio del 6,1% a/a en 2015 (6,3% a/a en 2014) y cierre dicho año en el 5,8% a/a.

Los procesos de convergencia que están ahora en marcha, del nivel de los precios administrados al de los libres y del tipo de cambio con respecto a su valor de equilibrio, y que el BCB ha destacado en su comunicación reciente deben continuar no solo en lo queda de 2014 y en el 2015, sino incluso más allá de este período (véase la sección sobre tipo de cambio para más detalles sobre la evolución futura del real).

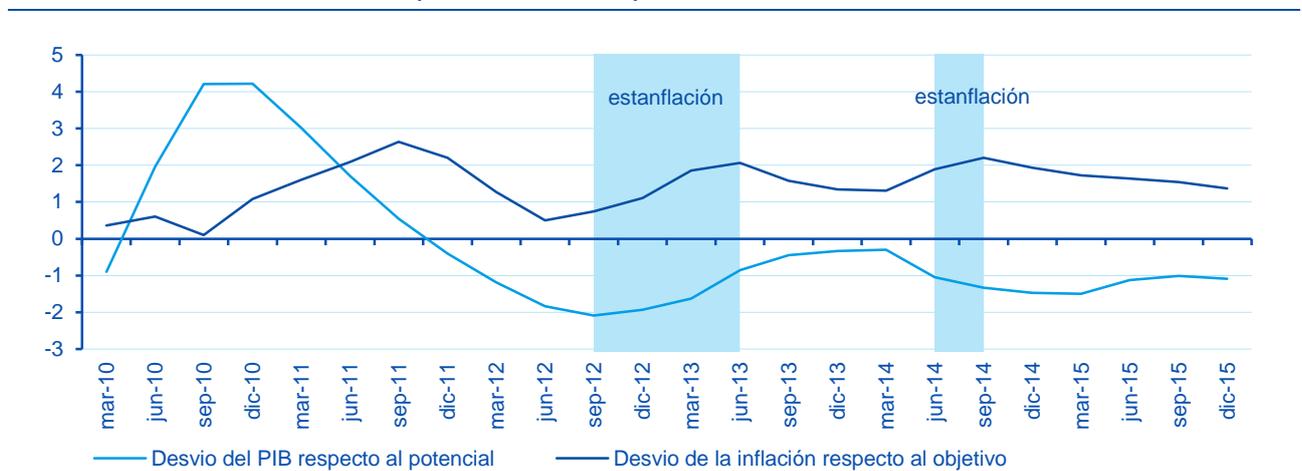
La brecha entre el nivel de los precios administrados y libres es de aproximadamente 13% (Gráfico 3.10). Tomando como dadas nuestras previsiones para este año (inflación de libres y administrados de 6,2% a/a y 6,0% a/a, respectivamente) y la de precios libres para el 2015 (5,5% a/a), el cierre de la brecha requeriría una inflación de 19% de los productos administrados en el 2015. Sin embargo, lo más probable en nuestra opinión es que este ajuste se haga gradualmente a lo largo de los próximos años. En línea con esta visión, nuestra estimación es de un crecimiento de 7,0% de los precios administrados en el 2015.

Por otro lado, estimamos que el real se encuentra aproximadamente un 10%-15% apreciado con respecto a su nivel de equilibrio. La convergencia a ese equilibrio supondría un impacto aproximado de 0,60 p.p.-0,80p.p. en la inflación.

El fuerte y persistente deterioro de la actividad económica y la inflación al alza y por encima del objetivo implican que la economía atraviesa en estos momentos una situación de estanflación

Los datos observados recientemente y nuestras previsiones para la actividad económica e inflación implican que la economía brasileña está atravesando un período de estanflación durante el segundo y el tercer trimestre de este año, de acuerdo con la metodología de identificación que hemos desarrollado siguiendo la literatura sobre la materia (véase el Recuadro 3.2).

Gráfico 3.11
Períodos de estanflación recientes (áreas sombreadas)*



* Véase el Recuadro 3.2 para la definición precisa de períodos de estanflación.
Fuente: BBVA Research

De forma simplificada, nuestra definición de estanflación es la de una situación en la que el crecimiento se mantiene persistentemente y significativamente por debajo del PIB potencial y al mismo tiempo la inflación se mueve al alza, por encima del objetivo de inflación.

Tomando como dadas esta metodología y nuestras previsiones, el país saldría de esta situación de estanflación en el cuarto trimestre del año y se alejaría gradualmente de ella en el 2015 por la desaceleración de la inflación, pese a que seguiría por encima del objetivo de 4,5% del BCB y el crecimiento continuaría significativamente por debajo del potencial (Gráfico 3.11).

Si nos mantenemos fieles a la metodología utilizada pero dejamos de lado nuestras previsiones y nos fijamos en las del consenso del mercado, que prevén que la inflación alcance el 6,4% a/a al final del año (nuestra previsión es de 6,2% a/a), o si pensamos en los riesgos derivados de un cierre menos gradual a lo esperado de la brecha entre los precios administrados y libres y del tipo de cambio con respecto a su nivel de equilibrio, no resulta difícil identificar un riesgo de que la inflación no se desacelere y que, por tanto, la economía siga en estanflación más allá del tercer trimestre del año.

Finalmente, la alta frecuencia de trimestres en estanflación desde el inicio de 2012 ilustra la debilidad actual de la economía (Gráfico 3.11). Además, refuerza el análisis anterior de que no podemos descartar ni que el período de estanflación actual se extienda más allá del tercer trimestre y ni que otros períodos como este se repitan en el futuro, aunque en este momento este no sea nuestro escenario base.

Recuadro 2. Identificando episodios de estanflación en Brasil

La preocupación simultánea por el bajo crecimiento y la elevada inflación en Brasil, y las discusiones recientes sobre si el país se encuentra o no en una situación de estanflación, nos han llevado a buscar en la literatura económica una metodología de identificación de tales situaciones.

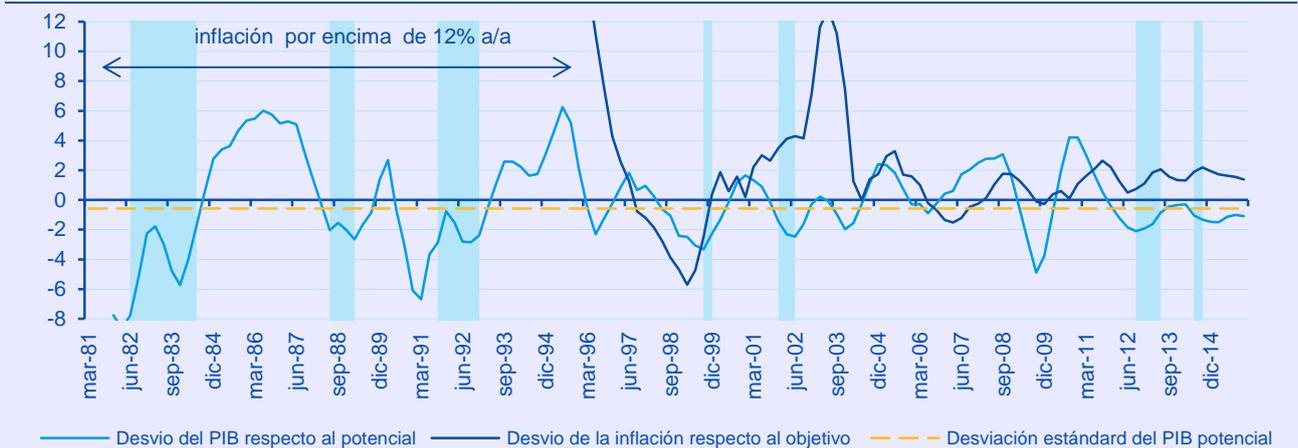
Partiendo de la metodología propuesta por Berthold y Grundler (2012)³ y de una aplicación reciente hecha para la economía chilena⁴, hemos definido estanflación como un periodo persistente de crecimiento por debajo del potencial, en al menos una desviación estándar de este último, y una inflación a consumidores creciente y por encima del objetivo de inflación explícito (o de promedios históricos en momentos anteriores a la adopción del sistema de objetivos).

En nuestro ejercicio de identificación hemos utilizado datos trimestrales desde el 1981 hasta el 2015, utilizando nuestras previsiones de crecimiento a partir del 2T14 y de inflación a partir del 3T14.

Los datos de crecimiento de PIB son la variación anual del promedio móvil de los últimos cuatro trimestres, lo que nos ayuda a hacernos cargo del término “persistente” de nuestra definición de estanflación. Para el PIB potencial hemos utilizado nuestras estimaciones (PIB potencial promedio del periodo considerado: 2,72 p.p.; desviación estándar: 0,57 p.p). Finalmente, para la inflación hemos tomado el promedio trimestral de la tasa de inflación interanual medida por el IPCA.

El Gráfico R.2.1 nos muestra los períodos de estanflación por los cuales el país ha atravesado desde el inicio de los años 80 y los que va a atravesar, de acuerdo con nuestras previsiones para inflación y crecimiento, hasta el 2015. Son los siguientes: 2T82-2T84 (la recesión más larga del periodo analizado), 2T88-1T89, 3T89, 3T91-4T92, 3T99-4T99, 4T01-2T02, 3T12-2T13 y 2T14-3T14.

Gráfico R.2.1
Períodos de estanflación en Brasil (áreas sombreadas)



Fuente: BBVA Research

3: Berthold, N. y Gründler, K. (2012): "Stagflation in the World Economy: A Revival?" Bayerische Julius-Maximilians-Universität, Würzburg (Alemania), Abril 2012.
4: BBVA Research (2014): "Estanflación en Chile: Más un mito que realidad", Observatorio Económico Chile.

Además de la confirmación de que Brasil está pasando actualmente por una estanflación (corta), estos resultados nos muestran que otra situación de este tipo ocurrió recientemente, durante el segundo semestre de 2012 y el primero de 2013 y que, anteriormente, entre el segundo semestre de 2002 y el segundo de 2012 el país pasó por el período más largo sin episodios de estanflación desde el inicio de los años 80.

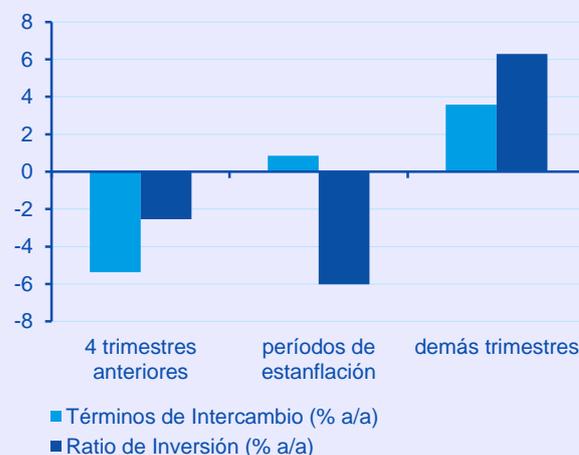
Aunque los resultados varíen ligeramente de acuerdo con la definición precisa de estanflación, incluso si tomáramos el techo del rango (6,5% a/a) en lugar del objetivo central (4,5% a/a) como parámetro para definir si la inflación es elevada, o si tomáramos dos desviaciones estándares, en lugar de una, para determinar si la desviación del PIB con respecto al potencial es significativa, seguiríamos identificando el segundo y el tercer trimestre del 2014 como períodos de estanflación.

En general se relacionan los episodios de estanflación a problemas de oferta, pero se consideran también interpretaciones alternativas, como por ejemplo el manejo de la política económica⁵.

En el caso brasileño, entre las variables potencialmente correlacionadas con períodos de estanflación, destacamos los términos de intercambio y las inversiones en capital fijo (Gráfico R.2.2). En particular, una caída de los términos de intercambio tiende a anteceder un período de estanflación⁶ y una fuerte caída de la inversión tiende a coincidir con los períodos de estanflación⁷.

Gráfico R.2.2

Evolución de los términos de intercambio e inversiones en capital fijo (% a/a): durante los períodos de estanflación, en los cuatro trimestres anteriores y en los demás trimestres



Fuente: IPEADATA, IBGE y BBVA Research

El episodio de estanflación por el cual pasa actualmente la economía brasileña en el segundo y tercer trimestre no huye del caso general: estimamos una caída promedio de 5,5% a/a de la inversión en dicho período y observamos una caída promedio de 2,8% a/a de los términos de intercambio en los cuatro trimestres anteriores.

De cara al futuro, esperamos una caída de aproximadamente 3% a/a de los términos de intercambio y una recuperación de la inversión en el año 2015. El análisis anterior sugiere cautela por la reducción de los términos de intercambio. Además, sugiere que, si por algún motivo el repunte esperado de la inversión se frustrara, aumentaría el riesgo de que el país enfrentase otro período de estanflación en el próximo año.

5: Para más sobre el tema véase: BBVA Research (2014): "Estanflación en Chile: Más un mito que realidad", Observatorio Económico Chile.

6: En muy pocos casos en el período analizado una fuerte y persistente caída de los términos de cambios no fue seguida de un período de estanflación. Además, no es común que haya una estanflación sin una caída de los términos de intercambio.

7: Las inversiones pueden estar cayendo durante las estanflaciones por una consecuencia de estas. No necesariamente son un indicador adelantado como parece ser el caso de los términos de intercambio.

Recuadro 3. Más sobre la competitividad de la economía brasileña

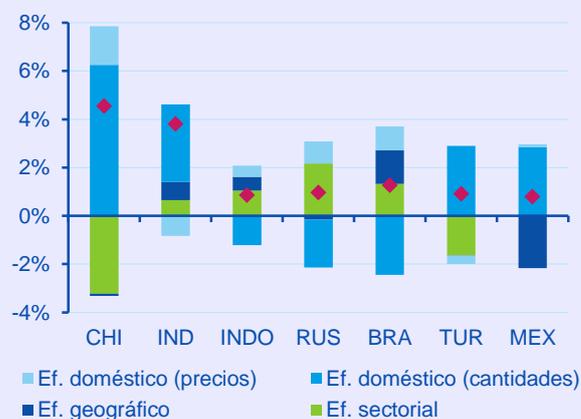
Hace algunos meses divulgamos varios estudios mostrando, entre otras cosas, la pérdida de competitividad del sector manufacturero en Brasil en la última década (véase el Documento de Trabajo N°14/10 “Competitividad del sector manufacturero en América Latina: tendencias y determinantes” y el Observatorio Económico Brasil “El sector manufacturero brasileño pierde competitividad”).

Retomamos el tema por su importancia para la economía brasileña y aprovechando la existencia de una nueva base de datos de competitividad de las exportaciones, desarrollada conjuntamente por el Banco Mundial y el Banco de Francia, que de manera novedosa descompone el crecimiento de las exportaciones de un país en tres efectos diferentes: sectorial, geográfico y doméstico⁸.

Los dos primeros capturan el efecto de la composición de la cartera de exportaciones de un país en términos de especialización sectorial y geográfica, mientras que el tercer efecto aísla los determinantes específicos del país⁹. Este efecto doméstico puede utilizarse como *proxy* de competitividad si consideramos que un país experimenta una ganancia de competitividad cuando sus exportaciones evolucionan de forma más favorable que las de aquellos países con la misma orientación geográfica y sectorial de sus exportaciones. Es decir, interesantemente y de manera novedosa, podemos aislar los factores sectorial y geográfico para analizar el desempeño de las exportaciones y, por tanto, de la competitividad.

Gráfico R.3.1

EAGLEs: Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en el país y en el mundo (promedio anual 1T2006-1T2014, en valores)



Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

Las exportaciones brasileñas crecieron a un ritmo del 7,4% anual entre 1T06 y 1T14, frente a un crecimiento promedio de las exportaciones mundiales del 6,1%, lo que supone un diferencial a favor de Brasil de +1,3 p.p., que, comparado con el de otros EAGLEs¹⁰, es ligeramente superior al de Rusia, Turquía, Indonesia o México, pero muy inferior al de China e India (Gráfico R.3.1).

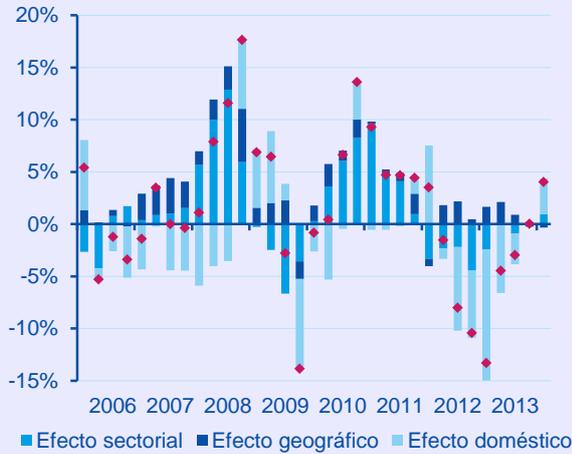
Si descomponemos ese diferencial positivo para Brasil y aislamos los efectos geográfico y sectorial derivados de la composición de sus exportaciones (+1,4 p.p. y +1,3 p.p., respectivamente), el efecto doméstico restante es negativo (-1,5 p.p.), lo que significa que Brasil hubiera perdido cuota en las exportaciones mundiales de no haberse visto favorecido por la composición de sus exportaciones. De hecho, una vez eliminados los efectos sectorial y geográfico, Brasil es el miembro de los EAGLEs que presenta un peor comportamiento relativo de sus exportaciones; y si el efecto doméstico lo descomponemos a su vez en los componentes precio (1,0 p.p.) y cantidad (-2,5 p.p.), vemos que el comportamiento exportador de Brasil es aún peor.

8: La base de datos, junto a distintas infografías, está disponible en la página web <http://ecd.bluetundra.com/>.

9: Para los detalles metodológicos, véase el Documento de Trabajo “Market Shares In the Wake of the Global Crisis: The Quarterly Export Competitiveness Database” publicado por el Banco de Francia y el Banco Mundial en diciembre de 2013.

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

Gráfico R.3.2
Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en Brasil y en el mundo (1T'06-1T'14, en valores)



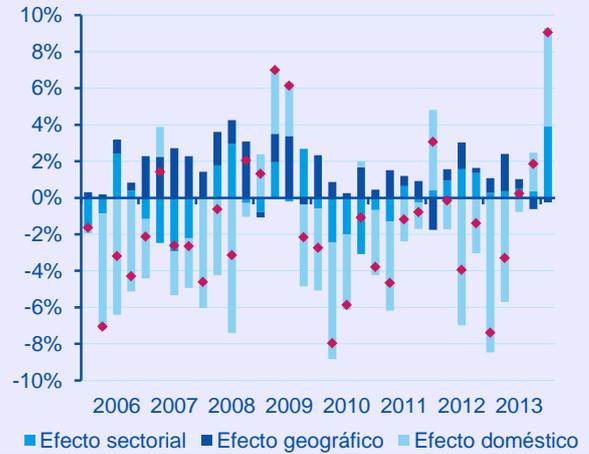
Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

Las exportaciones brasileñas evolucionaron mejor que el promedio mundial entre los años 2008-2011 (a excepción de la segunda mitad de 2009) y tuvieron un peor comportamiento relativo durante los años 2012 y 2013 (Gráfico R.3.2). En cualquier caso, el efecto doméstico (la *proxy* de competitividad) fue en general negativo a lo largo de los ocho años analizados y el impulso vino por los efectos composición (geográfico y sectorial) y por el efecto precio (Gráfico R.3.3).

El deterioro de la competitividad de Brasil entre 2006 y 2013 fue mayor en las manufacturas (independientemente del contenido tecnológico). Tan sólo se produjo una ganancia en el segmento de productos primarios (Gráfico R.3.4).

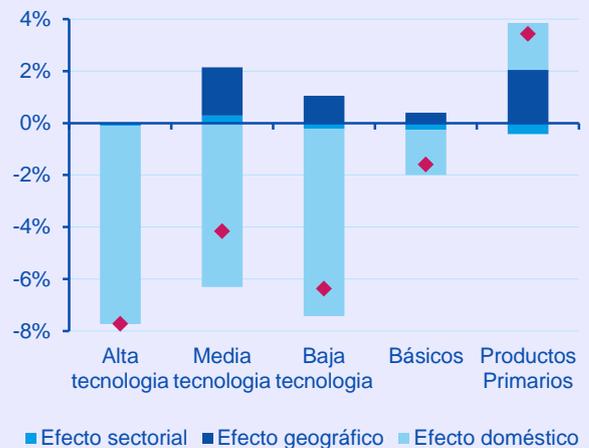
Estos resultados desvelan nuevas características del proceso de pérdida de competitividad de la economía brasileña en los últimos años, muy concentrado en el sector manufacturero, y refuerzan las conclusiones de nuestros estudios anteriores sobre el tema.

Gráfico R.3.3
Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en Brasil y en el mundo (1T'06-1T'14, en cantidades)



Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

Gráfico R.3.4
Diferencial entre el crecimiento de las exportaciones en el país y en el mundo por categorías tecnológicas (promedio anual 1T2006-1T2014, en cantidades)



Fuente: Banco Mundial, Banco de Francia y BBVA Research

4 La falta de un ajuste fiscal afecta negativamente a la actividad económica a través de tipos de interés más altos y un cambio más apreciado

La política fiscal se centra en apoyar la demanda interna

Hace unos pocos meses, al inicio del año, se discutía si la política fiscal se centraría en frenar el deterioro de las cuentas públicas, reducir la posibilidad de un recorte en la calificación de la deuda soberana y contribuir a reducir las presiones sobre la inflación o si se centraría más bien en seguir apoyando la actividad económica. Si bien creemos que lo primero sigue preocupando a las autoridades fiscales, las señales recientes apuntan a que la prioridad actual, tras la evidencia adicional sobre el debilitamiento del crecimiento, es apoyar a la actividad económica.

Hay una fuerte razón para esta elección y para mantener el tono expansivo de la política fiscal: el crecimiento se mantiene consistentemente y significativamente por debajo del potencial. Sin embargo, pensamos que en el entorno actual un tono más neutral favorecería la economía pues ayudaría a aumentar la credibilidad de las políticas públicas, reducir el pesimismo con respecto a la futura evolución del país y contribuiría al esfuerzo del BCB para mantener la inflación bajo control. Con respecto a esto último, un ajuste fiscal debería ayudar a que los tipos de interés no se encontrasen en niveles tan elevados y reduciría también la necesidad de que el BCB tuviese que intervenir en los mercados de cambio, para disminuir las presiones sobre la inflación a través de un real más apreciado.

Además, la evidencia de los últimos años muestra que, pese a su tono expansivo, la política fiscal ha sido incapaz de sostener la actividad económica, en parte por el énfasis en apoyar el consumo en lugar de la inversión y porque el principal problema del país, en nuestra opinión, no está en la debilidad de la demanda sino de la oferta.

Asimismo, entre las señales recientes emitidas por el gobierno para apoyar la actividad económica destacamos: i) la decisión de mantener hasta el final del año, en lugar de hasta el final del primer semestre, el impuesto sobre productos industrializados (IPI) para los vehículos y la industria de producción de muebles en niveles reducidos, con un coste fiscal adicional de aproximadamente R\$0,8mm; ii) la decisión de hacer permanente a partir del año 2015 la sustitución de un impuesto sobre la nómina por otro sobre los ingresos brutos de las empresas, con una renuncia estimada de R\$24mm en el 2015; iii) el anuncio de incentivos fiscales al sector exportador, con un coste de aproximadamente R\$0,2mm en lo queda de año y iv) medidas de estímulo al mercado de capitales.

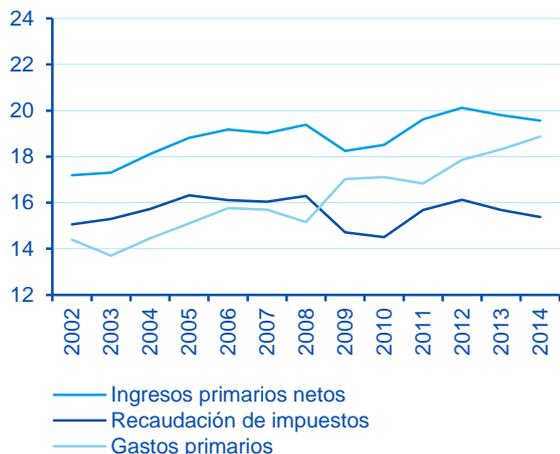
Estos anuncios recientes refuerzan nuestra opinión de que el gobierno no cumplirá el objetivo de generar un superávit fiscal primario de R\$97mm (1,9% del PIB), aunque algunas medidas, como la que facilita el pago de las deudas de las familias y empresas con el gobierno, puedan aumentar los ingresos públicos este año. Asimismo, incluso considerando los significativos ingresos no-recurrentes, estimamos que el superávit del sector público será de tan sólo 1,4% del PIB, ligeramente por debajo de lo que estimábamos hace tres meses (1,5%). Considerando los gastos en el pago de intereses, esperamos que el déficit público alcance el 3,9% del PIB este año, bastante por encima del déficit de 3,3% del año pasado.

El desempeño reciente de los gastos e ingresos públicos respalda esta visión de que la meta fiscal no se cumplirá este año. Los datos disponibles para el gobierno central muestran que los gastos primarios mantuvieron su relativa robustez en el primer semestre mientras los ingresos netos perdieron dinamismo por el impacto de la moderación de la actividad y de los estímulos fiscales en la recaudación de impuestos

(Gráfico 4.1). El superávit primario del sector público acumulado en la primera mitad del año es, con diferencia, el más bajo de la serie disponible (Gráfico 4.2).

Gráfico 4.1

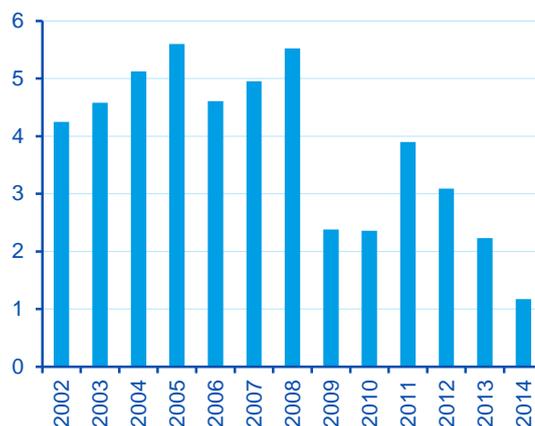
Ingresos primarios netos, recaudación de impuestos y gastos primarios del gobierno central, primer semestre del año (% del PIB)*



* Los ingresos públicos son netos de las transferencias a los gobiernos regionales (estaduales y municipales). El gobierno central incluye al tesoro nacional, la seguridad social y el BCB.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 4.2

Superávit primario del sector público, primer semestre del año (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

A pesar del tono más expansivo de lo que esperábamos en la primera mitad del año —y probablemente también en la segunda— así como de las perspectivas de bajo crecimiento económico, seguimos esperando que el próximo gobierno, sea el de la actual presidenta Dilma Rousseff o sea el de algún candidato de la oposición, anuncie un ajuste fiscal capaz de generar un superávit primario de al menos 1,9% del PIB en 2015. Aunque este valor es inferior al superávit promedio de la década anterior (3,0% del PIB), alcanzarlo sería, en nuestra opinión, una señal positiva suficiente para ayudar a reducir la preocupación sobre las cuentas públicas brasileñas y rescatar la credibilidad de la política macroeconómica, principalmente si este aumento del superávit viene acompañado de una mayor transparencia de las cuentas fiscales y de señales de compromiso con un superávit similar en los años siguientes.

El aumento del superávit primario en el 2015 implicaría una caída proporcional en el déficit total del sector público, desde el 3,9% del PIB en el 2014 hasta el 3,4% el próximo año.

Finalmente, con respecto a la política cuasi-fiscal, i.e. el crédito ofertado por los bancos públicos, nuestro escenario base sigue siendo el de una moderación gradual, tanto en lo que queda de año, como principalmente en el 2015. Sin embargo, la reducción de los encajes bancarios anunciados en julio por el BCB y el creciente foco en la actividad económica sugieren que un escenario alternativo, caracterizado por un repunte del crédito público, no puede ser descartado.

Política monetaria: SELIC estable en 11% e inyección de liquidez a través de encajes más bajos

En el acta de su reunión de política monetaria más reciente, el BCB anunció que su estrategia para que la inflación converja al objetivo de 4,5% al inicio de 2016 no incluye una reducción de los tipos de interés SELIC, actualmente en 11% (Gráfico 4.3). En nuestra opinión, no es ninguna sorpresa que la autoridad monetaria no recorte los tipos de interés en el corto y medio plazo, pero sí lo es que lo afirme de manera tan clara.

Asimismo, al día siguiente de este anuncio, el BCB redujo los encajes bancarios, inyectando alrededor de R\$50bn (0,6% del PIB) en la economía (Gráfico 4.4).

Nuestra lectura de estos dos anuncios potencialmente contradictorios es que el BCB usará los tipos SELIC como instrumento para intentar controlar la inflación y los encajes bancarios como herramienta para estimular los mercados de crédito y, por tanto, el crecimiento. En nuestra opinión, la relajación de los encajes es consistente con el aparente cambio de tono de la política fiscal y con la mayor preocupación respecto a la desaceleración del crecimiento. Sin embargo, puede dificultar el anclaje de las expectativas de inflación de largo plazo.

En este entorno, mantenemos nuestra previsión de que los tipos SELIC seguirán estables en 11% en lo que queda de año: si por un lado las presiones inflacionarias y la comunicación del BCB nos hacen descartar un recorte de tipos (aunque no una nueva inyección de liquidez a través de un nuevo recorte de los encajes), por otro lado las preocupaciones con respecto al crecimiento hacen que un aumento de los tipos SELIC en el segundo semestre de 2014 sea muy poco probable.

Gráfico 4.3
Tipos de interés SELIC (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 4.4
Encajes bancarios en el BCB (R\$ millones)



Fuente: BCB y BBVA Research

Aunque no se puede descartar que los tipos SELIC se mantengan estables en 11% también a lo largo del próximo año, seguimos pensando que el escenario más probable es el de un nuevo ajuste de la política monetaria y tipos de interés a 12,25% al final de 2015.

Nuestro escenario base incorpora la normalización de la política monetaria y una subida de los tipos de interés en EE. UU., a medida que el crecimiento se consolide el próximo año (véase la sección inicial sobre el entorno global para más detalles). En este contexto, pensamos que al BCB no le quedará otra opción que aumentar los tipos de interés internos. Las presiones sobre la inflación y la necesidad de recuperar la credibilidad perdida en los últimos años deben contribuir a este ajuste de la política monetaria en el 2015.

Con la ayuda del BCB y de la abundante liquidez global, se pospone la esperada y necesaria depreciación del cambio

El real brasileño se apreció alrededor de 7% en términos nominales desde el inicio del año (Gráfico 4.5), en línea con el aumento de los flujos de capitales tras el aumento del SELIC, la abundancia de liquidez en los mercados internacionales y la intervención continuada del BCB en los mercados de cambio. Tras esta apreciación, estimamos que la divisa brasileña se encuentra un 10%-15% apreciada con respecto a su nivel de equilibrio.

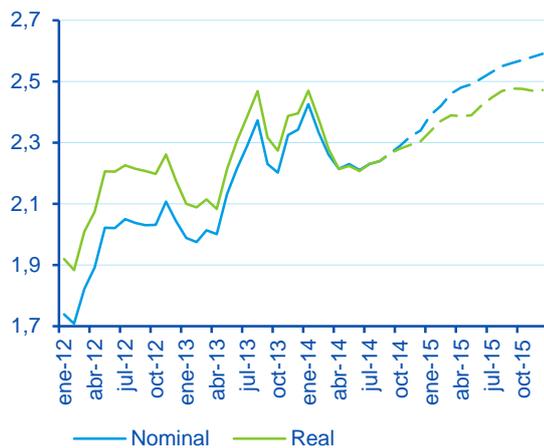
Esperamos que el tipo de cambio converja a su nivel de equilibrio hacia finales de 2015. En nuestra opinión, la mayor parte de este ajuste se hará el próximo año y sólo una pequeña parte en lo que queda de año. En concreto, estimamos que el tipo de cambio se deprecie desde los 2,24 actuales hasta 2,34 al final de 2014 y 2,59 al final de 2015 (Gráfico 4.5).

En comparación con nuestras previsiones anteriores, una parte mayor del ajuste tendría lugar en el 2015 y una proporción menor en el 2014. Este cambio en nuestras previsiones está relacionado con la mayor intervención del BCB en los mercados de cambio. Concretamente, la autoridad monetaria anunció en junio la extensión hasta el final de 2014 de su programa de intervención en los mercados de cambio. En lugar de reducir la inyección de liquidez en dólares como esperábamos, el BCB mantuvo inalteradas las condiciones del programa. Por tanto, la autoridad monetaria seguirá ofertando USD120m diariamente a través de subastas de *swaps* cambiarios y subastas de dólares con compromiso de recompra de acuerdo con las necesidades de liquidez.

La normalización gradual de la política monetaria en EE. UU. es uno de los principales determinantes de la depreciación esperada del real en los próximos períodos. Además, esperamos que se utilice menos la política cambiaria —y más las políticas fiscal y monetaria— para intentar anclar la inflación el próximo año y que el programa de intervención del BCB no sea extendido más allá del final de 2014 —al menos no en las mismas condiciones. Esto también contribuiría a que el real se deprecie en línea con los fundamentales de la economía: moderación del crecimiento, elevada inflación interna, caída de los términos de intercambio, pérdida de competitividad de las exportaciones, aumento de la cuenta corriente, etc.

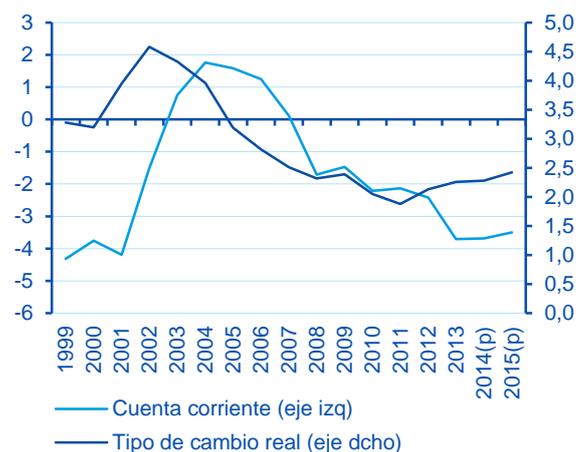
Respecto a las cuentas externas, la depreciación del tipo de cambio y el impacto de la moderación de la demanda interna sobre las importaciones deben crear espacio para que el déficit por cuenta corriente se estabilice alrededor de 3,7% del PIB este año y se reduzca ligeramente hasta el 3,5% en 2015 (Gráfico 4.6).

Gráfico 4.5
Tipo de cambio nominal y real* (BRL per USD)



* Tipo de cambio real, a precio de julio de 2014.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 4.6
Tipo de cambio real promedio (a precios de julio-2014) y cuenta corriente (% del PIB)



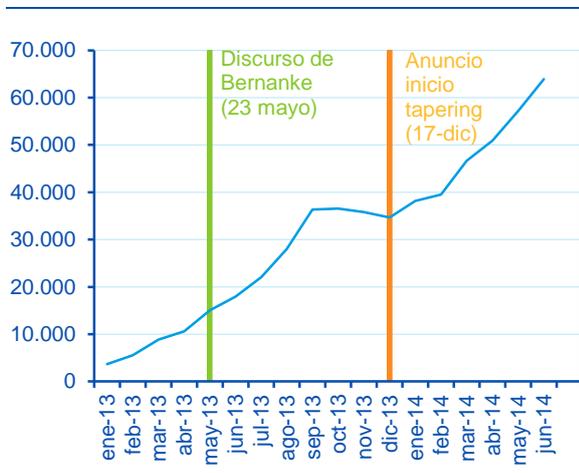
Fuente: BCB y BBVA Research

A pesar del impacto negativo sobre la inflación (véase la sección anterior para más detalles), la depreciación del tipo de cambio es, en nuestra opinión, necesaria para incentivar las exportaciones y el sector manufacturero y contribuir al ajuste de la economía hacia un modelo de crecimiento más apoyado en las exportaciones y en la inversión y menos en el consumo.

Sigue la trayectoria alcista de los mercados financieros, en contraste con el desempeño de la actividad económica

La abundante liquidez internacional y los elevados tipos de interés domésticos han seguido determinando un aumento de los flujos de capital hacia Brasil en los últimos meses (Gráfico 4.7) y, consecuentemente, no sólo una apreciación del tipo de cambio, sino también de otros activos locales, como la bolsa y el diferencial soberano (Gráfico 4.8). Se han acumulado ganancias en los mercados financieros brasileños en los últimos meses a pesar de la turbulencia generada en los primeros días de agosto por la suspensión de pagos de Argentina, que no esperamos que tenga un efecto muy significativo sobre los activos brasileños, y por las tensiones geopolíticas en Ucrania.

Gráfico 4.7
Flujos de cartera de no-residentes, acumulados desde enero de 2013 (USD millones)*



* Datos del balance de pagos de Brasil.
Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 4.8
Índice de la Bolsa de Valores de Sao Paulo (IBOVESPA) y diferencial soberano (EMBI +)*



* Hasta el 5 de agosto.
Fuente: BCB y BBVA Research

A pesar de las ganancias observadas en los mercados financieros brasileños desde el inicio del año, el precio de la mayor parte de los activos sigue por debajo de los valores alcanzados previamente. El real brasileño se encuentra un 15% por debajo del valor observado al inicio de 2013 y un 45% por debajo de su nivel más fuerte, registrado a mediados de 2011. De manera similar, el IBOVESPA está todavía un 7% por debajo del valor del inicio de 2013 y un 22% inferior a su punto máximo, alcanzado en mayo del 2008. El diferencial soberano estaba en 231 puntos básicos al final de julio, 95 puntos por encima del valor registrado al inicio del 2013, momento en el que alcanzó su menor nivel en términos históricos.

Asimismo, aunque los precios de los activos domésticos sigan muy por debajo de los valores registrados en otros momentos, hay un riesgo importante de que el desacoplamiento entre los movimientos de los mercados financieros y los indicadores de actividad económica se acabe durante el proceso de normalización de la política monetaria y reducción de la liquidez en EE. UU.

5 Tabla de previsiones

Tabla 5.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% interanual)	1,0	2,5	1,3	1,6
Inflación (% a/a, fdp)	5,8	5,9	6,2	5,8
Tipo de cambio (frente al USD, fdp)	2,04	2,34	2,34	2,59
Tipos de interés (% fdp)	7,25	10,00	11,00	12,25
Consumo privado (% a/a)	3,2	2,6	1,5	1,2
Gasto público (% a/a)	3,3	2,0	2,5	1,2
Inversión fija (% a/a)	-4,0	5,1	-3,4	2,5
Exportaciones (% a/a)	0,5	2,5	1,6	2,6
Importaciones (% a/a)	0,3	8,3	0,4	1,1
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,3	-3,9	-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”.

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 Grupo BBVA
Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas
Rafael Doménech Vilarinho
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes
Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación
Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

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

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com

Datos de contacto:

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