

Situación Brasil

Cuarto trimestre de 2014

Unidad de Economías Emergentes

- La economía brasileña crecerá muy poco en el 2015, el primer año del segundo gobierno de Dilma Rousseff, tras un estancamiento del PIB en el 2014.
- Al nuevo ciclo de aumento de los tipos de interés se sumará pronto un ajuste fiscal; además, el tipo de cambio seguirá depreciándose. En este entorno la inflación permanecerá alrededor del 6%.
- La economía brasileña afronta importantes desafíos. Existe el riesgo de que el próximo ajuste de la política económica sea percibido como insuficiente o temporal.

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: lenta recuperación, con mayor volatilidad financiera	4
3 Brasil: nuevo gobierno; ¿nueva política económica?	6
4 El PIB crecerá tan solo el 0,2% este año y no mucho más en el 2015	8
5 El tipo de cambio se deprecia y los tipos de interés de política aumentan mientras el nuevo gobierno prepara el ajuste fiscal	14
Recuadro 1: Las reglas de Taylor y los tipos de interés de equilibrio de corto plazo	20
6 Tabla de previsiones	22

Fecha de cierre: 26 de noviembre de 2014

1 Resumen

Entorno global: lenta recuperación, con mayor volatilidad financiera. La economía mundial siguió creciendo moderadamente en el tercer trimestre, de modo que el crecimiento sería del 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. En este entorno, la política monetaria en la mayoría de países sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la fiscal tendrá un tono menos restrictivo que en el pasado reciente en EEUU, la eurozona o incluso en China, país donde se esperan medidas adicionales de soporte al crecimiento. Asimismo, en un contexto de anticipación de las primeras subidas de tipos de interés por parte de la Fed a mediados de 2015, también se produjo un fuerte aumento de las tensiones financieras.

En Brasil, el PIB crecerá tan solo el 0,2% este año y no mucho más en el 2015. Tras contraerse en el inicio del año, estimamos que el PIB se recuperará moderadamente en el segundo semestre y garantizar un crecimiento ligeramente positivo en el 2014. El tono más restrictivo de la política económica y el deterioro adicional de los términos de intercambio mantendrán el crecimiento bajo en el 2015. Nuestra previsión es de 1,3% para el período, con un significativo sesgo a la baja, por una serie de riesgos externos e internos.

El segundo gobierno de Dilma Rousseff iniciará con un ajuste de la política económica. Tanto la situación política como la económica serán poco favorables en el 2015, el primer año del nuevo gobierno de Dilma Rousseff. Asimismo, la necesidad de recuperar la credibilidad de la política económica, el deterioro fiscal reciente, el miedo a perder el grado de inversión y la aún elevada inflación requieren la reversión del tono expansivo de la política fiscal y un aumento adicional de los tipos de interés.

Tras un desplome del superávit primario, el venidero ajuste fiscal deberá garantizar una mejora gradual del resultado fiscal en los próximos años. Gracias a la robustez del gasto público y a la debilidad de los ingresos, prevemos que el superávit primario del sector público cierre el año en 0,3% del PIB, muy por debajo de lo observado hace pocos años (3,1% en el 2011). Esperamos que el gobierno logre generar un superávit primario de, aproximadamente, 1% del PIB el 2015 y al menos 2% a partir de 2016. Este ajuste reposaría tanto en un aumento de los impuestos como en un recorte de los gastos.

El endurecimiento de la política monetaria ya ha empezado y continuará hasta el inicio de 2015. En línea con la visión de ajuste de la política económica, el BCB sorprendió al aumentar los tipos SELIC en 25 p.b. hasta el 11,25%. El tono más duro de la política monetaria debe continuar en los próximos meses. Prevemos que el SELIC cierre el 2014 y el 2015 en el 11,50% y 12,25%, respectivamente. Sin embargo, hay riesgos de que el endurecimiento de la política monetaria sea aún más fuerte de lo previsto.

La depreciación del cambio finalmente empieza a materializarse. El proceso de pérdida de valor del real, iniciado en septiembre, ha sorprendido por su magnitud. Desde aquel momento hasta mediados de noviembre la divisa brasileña ha saltado desde el 2,2 hasta el 2,5, por la apreciación global del dólar, la caída en el precio de las materias primas y la aversión al riesgo. Esperamos que el real se mantenga relativamente estable en el corto plazo y alcance el 2,70 al fin de 2015. A pesar del coste en términos de inflación, dicha depreciación debe reducir los problemas de competitividad del sector manufacturero.

La inflación seguirá cerca de 6% en lo queda de año y en el 2015. Pese a la debilidad de la demanda y el tono de la política económica, el realineamiento de los precios administrados y del tipo de cambio impedirán una caída más significativa de la inflación.

La economía brasileña afronta importantes riesgos. Entre ellos, el de que el ajuste de la política macroeconómica sea visto como insuficiente o temporal. Asimismo, además de riesgos externos, la economía también podría ser golpeada en el 2015 por un racionamiento de energía o por el impacto del reciente escándalo que involucra a Petrobras y a muchas de las principales constructoras del país.

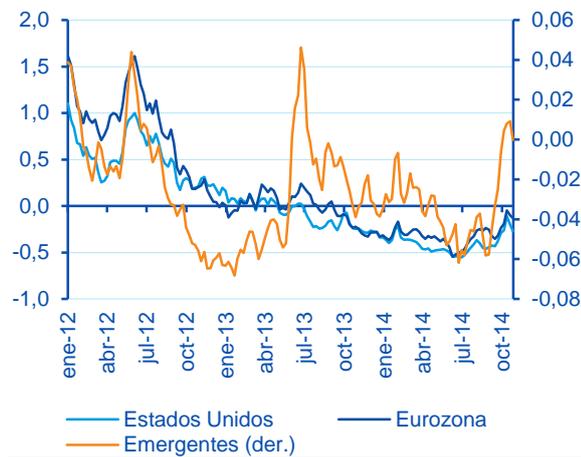
2 Entorno global: lenta recuperación, con mayor volatilidad financiera

Sigue aumentando el crecimiento mundial, que cerraría en 3,2% en 2014 y 3,7% en 2015. Pero también aumentan las tensiones financieras y los riesgos geopolíticos

La economía mundial siguió creciendo en el tercer trimestre, como muestran las variaciones positivas del volumen de comercio mundial de bienes o de la producción industrial hasta agosto. Sin embargo, el crecimiento trimestral es muy moderado, especialmente en las economías más desarrolladas y, dentro de estas, más en Japón o la eurozona que en EE.UU..

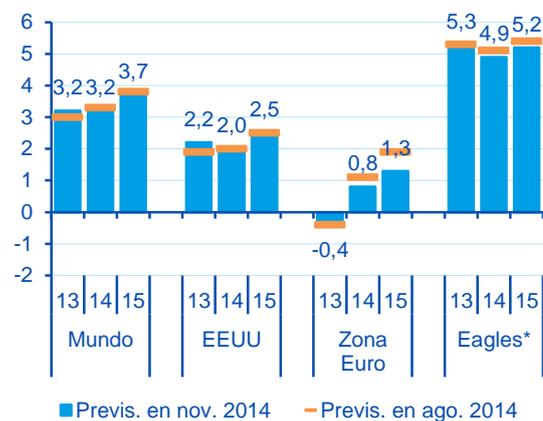
Los indicadores de confianza del mes de septiembre siguen siendo consistentes con la expansión de la actividad manufacturera, aunque hace algunos meses que, como poco, dejaron de mejorar en las principales áreas económicas. Una señal adicional de la fragilidad de la recuperación cíclica en marcha la da el repunte desde mediados de septiembre de los indicadores de tensiones en los mercados financieros, que se han situado en el caso de las economías emergentes en niveles no vistos desde mayo de 2013 (Gráfico 2.1). Entonces el mercado descontó una rápida retirada de los estímulos de la Fed que finalmente no se produjo y que sigue pendiente. Al tiempo, en las últimas semanas se multiplican los eventos de riesgo geopolítico y se acumulan las sorpresas negativas sobre el consenso en los indicadores de actividad, especialmente en la eurozona o en América del Sur.

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

Con todo, lo más probable es que el crecimiento mundial haya mejorado del segundo al tercer trimestre, al pasar de 0,6% trimestral a un 0,8% estimado, respectivamente. Estas cifras tendrían en todo caso un sesgo bajista dado que los indicadores de actividad industrial y del comercio mundial en septiembre aún podrían moderarse y puede que los efectos de la volatilidad financiera sobre la confianza de los agentes sean más persistentes de lo que prevemos. Además, están también los riesgos geopolíticos asociados a la situación

en Siria e Irak o al frágil acuerdo entre Ucrania y Rusia, que siguen viviendo entre sanciones que ya impactan la actividad de sectores relevantes como el energético ruso.

En este entorno, la política monetaria sigue orientada al soporte de la actividad, mientras que la política fiscal tendrá un tono menos restrictivo en 2014-15 que en el pasado reciente en EE.UU. y en la eurozona. Incluso en China junto a la consolidación presupuestaria en los gobiernos locales, se considera que a nivel nacional se pueden implementar medidas adicionales de soporte al crecimiento en caso de ser necesario.

Finalmente, hay que destacar el descenso de los precios del petróleo como factor favorable para las expectativas de crecimiento global —aunque no para los países exportadores— en la medida en la que sea resultado de un choque positivo de oferta.

El crecimiento en EE.UU. se mantiene en línea con lo esperado, siendo previsible que se alcance el 2,5% en 2015

Tras el inesperado y transitorio descenso de la actividad en el 1T14, los indicadores de actividad, gasto y empleo se han ido recuperando de modo que en el segundo semestre del año es previsible un ritmo de aumento del PIB cercano al 2,5%, que permitiría alcanzar el 2% promedio para el conjunto de 2014 (Gráfico 2.2). El papel de la Fed, que enfatiza la cautela, la paciencia antes de actuar ante los signos de mejora de la economía, sigue siendo un soporte del escenario de recuperación cíclica en EE.UU. apoyado por la sólida creación de empleo y el aumento de la riqueza de las familias.

En China se mantienen las perspectivas previas, pero con un sesgo bajista por el entorno externo y medidas de control del sistema bancario en la sombra

En el 3T14 el PIB siguió desacelerándose, hasta el 7,3%, resultado de la moderación de la actividad doméstica, sobre todo en la constructora e inmobiliaria, pero parcialmente compensada por un inesperado e intenso repunte de las exportaciones. Se mantienen las perspectivas de crecimiento de 2014 en el 7,2%. Con todo, los sesgos del escenario de crecimiento en China (7,0%) siguen siendo bajistas a partir de 2015, precisamente por el freno que puede suponer la demanda externa procedente de Europa y por el ajuste en marcha en el sector inmobiliario en un entorno de elevado apalancamiento y de medidas de control del sistema bancario menos regulado.

China se enfrenta a la gestión de la desaceleración en marcha mientras reduce los riesgos financieros y recompone el crecimiento hacia la demanda doméstica. En este escenario, las autoridades seguirán dispuestas a intervenir para que la desaceleración no se intensifique más de lo conveniente, por debajo de los objetivos establecidos. Así, es previsible una flexibilización adicional de la política monetaria (con recortes en el ratio de reservas o inyección de liquidez), una política fiscal expansiva en el gobierno central (aunque con consolidación en gobiernos locales) y la continuidad en la ejecución de reformas estructurales.

En la eurozona la recuperación será aún más lenta de lo previsto

El estancamiento del PIB en el segundo trimestre, con comportamientos más débiles en general en las economías más grandes, ha supuesto la revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento del área para 2014 y 2015 (Gráfico 2.2). El impacto de la crisis entre Ucrania y Rusia se está dejando sentir en el comercio y los indicadores de confianza de las economías del centro de Europa, incluyendo Alemania. El BCE ha seguido actuando, con medidas orientadas a acercar las expectativas de inflación al objetivo de estabilidad de precios, del que se han venido alejando desde 2012. A este objetivo ha de contribuir, en el escenario más probable, la depreciación del euro, consistente con las diferentes expectativas de actuación de la FED y del BCE, con una retirada de estímulos en el primer caso y un aumento de su balance en el segundo.

3 Brasil: nuevo gobierno; ¿nueva política económica?

El primer año del segundo gobierno de Dilma Rousseff estará marcado por ajustes

Tras algunos meses de feroz y volátil disputa con sus adversarios, la actual presidenta Dilma Rousseff, del Partido de los Trabajadores (PT), emergió como victoriosa de las elecciones de octubre. Seguirá, por tanto, comandando el país entre el 1 de enero de 2015 y el 31 de diciembre de 2018. Tras ganar la primera vuelta de las elecciones el día 5 de octubre, su victoria en la segunda vuelta, el día 26 del mismo mes, frente al candidato Aécio Neves, del Partido de la Social Democracia Social (PSDB), defensor de una política económica más ortodoxa, fue mucho más ajustada de lo que muchos preveían, incluso a pocos días de la disputa final. La candidata del PT logró conquistar el 51.6% de los votos, mientras su adversario alcanzó el 48,4%. La diferencia en favor de la presidenta Dilma Rousseff fue no sólo menor a la observada en su elección anterior (12 p.p.), como también más pequeña que en todas las disputas presidenciales desde el nuevo período democrático inaugurado al final de los años 80.

El estrecho margen de victoria revela la actual división de la sociedad brasileña y también sugiere que la oposición tendrá más fuerza durante el segundo gobierno de la presidenta Dilma Rousseff, pese a que los partidos de la base de apoyo lograron mantener su mayoría en el Senado Federal y en la Cámara de los Diputados. En todo caso, la situación política será mucho menos favorable a la presidenta al inicio de su segundo gobierno de lo que era al inicio de su primero mandato en el año 2011. Para esto contribuirá, además, el reciente escándalo de corrupción relacionado a la petrolera de capital mayoritariamente público Petrobras y muchas de las principales empresas constructoras del país.

Asimismo, la situación económica del país al inicio del segundo gobierno de la presidenta Dilma también será mucho más difícil que hace cuatro años. Pese a que en el 2011 la tendencia alcista de la inflación exigía un ajuste fiscal y monetario – que finalmente se acabó adoptando- el muy fuerte crecimiento del PIB en el año anterior, 7,5%, facilitaba dicho ajuste, entre otros factores, porque garantizaba una elevada recaudación tributaria. Por otro lado, la situación económica actual también requiere un ajuste de las principales económicas, no ya porque la inflación sigue elevada, sino también porque la política monetaria ha perdido credibilidad en los últimos años y la política fiscal expansiva tiene que ser revertida bajo riesgo de pérdida del grado de inversión en los próximos años.

En estos momentos hay señales claras de que así como el 2011, el 2015 será un año de ajustes. Por un lado, el Banco Central de Brasil (BCB) empezó a subir los tipos de interés pocos días después de que fuera confirmada la reelección de Dilma Rousseff y lo debe continuar haciendo en los próximos meses. Por otro lado, los comentarios recientes de la presidenta y la probable confirmación como nuevo ministro de hacienda de Joaquim Levy, de formación ortodoxa y con experiencia en la ejecución de ajustes fiscales tanto a nivel nacional como a nivel regional¹, apuntan a que la política fiscal también será modificada muy próximamente.

En el escenario base para la economía brasileña que delineamos a lo largo de este informe, incorporamos la visión de que el gobierno efectivamente adoptará un ajuste monetario y fiscal en los próximos meses (para más detalles véase las correspondientes secciones sobre política monetaria y fiscal). Además, nuestro

1: Joaquim Levy fue secretario del tesoro nacional entre 2003 y 2006 durante el primer gobierno de Lula, cuando contribuyó a controlar los gastos públicos y a generar elevados superávits primarios (3,5% en el promedio del período). También ha trabajado como secretario de hacienda del gobierno del Estado de Rio de Janeiro, en el FMI, en el BCE. Recientemente era el director general de Bradesco Asset Management.

escenario también se basa en que los bancos públicos serán menos utilizados como herramienta de estímulo al crédito interno y en que habrá menos control del precio de los productos administrados.

Asimismo, suponemos que los ajustes tendrán una magnitud suficiente para recuperar parte de la credibilidad perdida en los últimos años y así permitir que a partir del 2016 el país pueda crecer alrededor de 2,5%, nivel que estimamos sea el potencial.

Existe el riesgo de que el deterioro económico continúe o aumente si el ajuste de la política económica es visto como insuficiente o temporal

Pese a que consideremos que un ajuste exitoso como el escenario más probable, hay una serie de riesgos que podrían resultar en un escenario más negativo que el dibujado a lo largo de este informe. En particular, hay un riesgo de que el próximo ajuste de la política macroeconómica sea visto como poco creíble, insuficiente o temporal.

Las políticas anunciadas en el pasado y los comentarios de algunos miembros del gobierno sugieren una falta de convicción en las políticas económicas ortodoxas y respaldan las preocupaciones sobre el ajuste venidero. En el caso de que este riesgo se materialice y el gobierno fracasase en el intento de aumentar la confianza en la economía, lo más probable es un escenario de crecimiento próximo a cero o incluso negativo en los próximos años, en el que el grado de inversión estaría en peligro.

Otro riesgo relacionado al ajuste a ser adoptado próximamente es que su impacto sobre la actividad económica en el corto plazo sea más fuerte de lo esperado, lo que podría desencadenar un deterioro más marcado del todavía robusto mercado laboral y la conformación de un escenario de crecimiento menos benigno.

Los riesgos relacionados a la adopción del ajuste no son los únicos que el país afronta. Además de los riesgos externos, como una moderación más marcada de la economía china y del precio de las materias primas o turbulencias más intensas por la normalización de la política monetaria en EE.UU., existen otros riesgos internos importantes. Entre ellos destacamos el riesgo de que un régimen pluviométrico durante la temporada de lluvias – desde noviembre hasta marzo- no logre aumentar el nivel de los ya muy bajas reservas de agua y que, en consecuencia, el país sea forzado a racionar energía² y el riesgo de que el reciente escándalo sobre el pago de propinas de muchas de las principales constructoras del país a Petrobras acabe por impactar el país, ya sea a través del canal político, o sea a través del canal económico (por ejemplo, por la reducción de las inversiones de Petrobras o de las obras de infraestructura que ejecutan las constructoras).

2: La energía hidroeléctrica representa alrededor de 80% de la oferta de energía total en Brasil.

4 El PIB crecerá tan solo el 0,2% este año y no mucho más en el 2015

Esperamos una débil y gradual recuperación de la actividad en el segundo semestre tras la recesión observada en el inicio del año

La economía brasileña creció a tasas negativas en los dos primeros trimestres del año, en concreto -0,2% t/t y -0,6%t/t respectivamente en el primer y segundo trimestres (Gráfico 4.1).

En términos de componentes de la demanda, el principal determinante de esta caída del PIB en el primer semestre fue la formación bruta de capital fijo que se desplomó un 7,9% en el período (-2,8% t/t en el 1T14 y -5,3% t/t en el 2T14). Esta corrección a la baja es especialmente llamativa pues dicho componente ya había caído un 3,6% en el segundo trimestre de 2013.

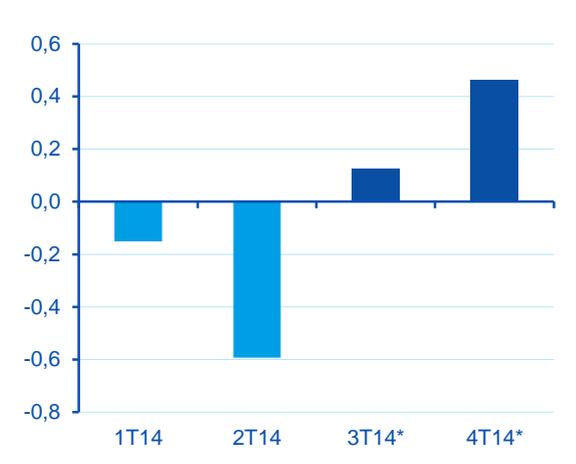
El consumo privado se mantuvo prácticamente estable en el primer semestre de 2014: el crecimiento acumulado desde el fin de 2013 fue de 0,1% (-0,2%t/t en el 1T14 y 0,3% t/t en el 2T14). Por otro lado, el consumo público declinó un 0,3%t/t en la primera mitad del año, por la fuerte caída registrada en el segundo trimestre.

Las caídas de consumo privado y, especialmente, de la inversión, así como el estancamiento del consumo privado determinaron una moderación de las importaciones, que cedieron un 1,3% t/t en el semestre. Sin embargo, el impacto de esta corrección de las importaciones sobre el PIB fue compensado por una contracción de 1,1% de las exportaciones.

Así, desde la óptica de la demanda, la retracción de la actividad en la primera mitad del año fue consecuencia de una debilidad generalizada de sus distintos componentes, con destaque para la fuerte contracción de la inversión.

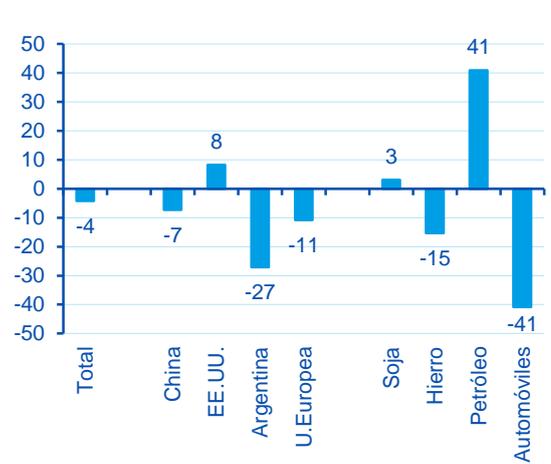
Desde la óptica de la oferta, sólo la agricultura contribuyó positivamente a la actividad económica en la primera mitad del año con un crecimiento acumulado de 3,3% en el período. El sector de servicios y la industria contrajeron, respectivamente, un 0,5% y un 2,7%. En el primer caso la contracción fue más fuerte en los subsectores comercio y servicios de información y menos intensa o inexistente en las áreas de transporte e intermediación financiera. En el segundo caso la caída acumulada en el primer semestre fue más intensa en las industrias manufacturera y de construcción, mientras que fue más moderada en el subsector de electricidad, agua y gas. En contraste, la industria manufacturera se expandió en el período bajo análisis.

Gráfico 4.1
PIB trimestral, 2014: observado y esperado (% t/t)



* Previsiones.
Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.2
Exportaciones de bienes, acumulado desde enero hasta octubre (% a/a)



Fuente: Aliceweb y BBVA Research.

Una serie de factores, globales e internos, contribuyó para la conformación del entorno recesivo en el primer semestre. Con respecto a los externos, la moderación de China y de Argentina lastró el comportamiento de las exportaciones brasileñas pese a que la recuperación de EE.UU. haya contribuido positivamente (Gráfico 4.2). Aunque el impacto directo de la desaceleración en Argentina haya sido más fuerte, principalmente por la reducción de las ventas de automóviles al país vecino, la pérdida de dinamismo de la economía china, bien como su transición hacia un modelo más dependiente del consumo y menos de la inversión, ha contribuido para la reducción del precio de muchas materias primas exportadas por Brasil. Para dicha reducción, además de lo anterior y de una serie de factores de oferta, también ha estado contribuyendo la apreciación del dólar³. Finalmente, hay que destacar el impacto negativo de las turbulencias financieras provocadas por las perspectivas de normalización de la política monetaria en EE.UU.

Gráfico 4.3
Indicadores de confianza



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

Gráfico 4.4
Crecimiento real de la masa salarial y del crédito al consumo (% a/a)



Fuente: IBGE, BCB y BBVA Research

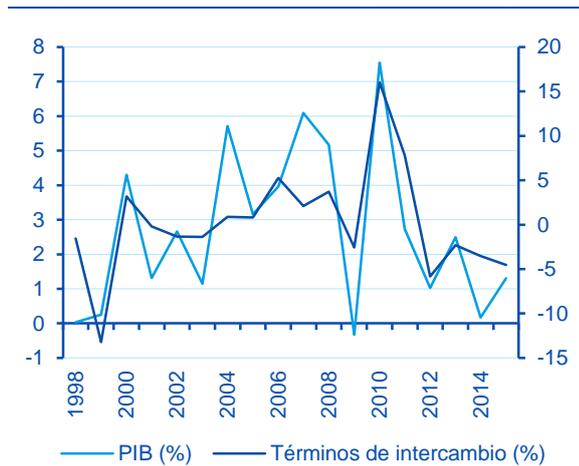
3: Para un análisis más detallado de los mercados de materias primas, incluyendo nuestras previsiones para los principales productos, véase nuestro informe *Situación Latinoamérica del cuarto trimestre de 2014*.

A pesar del impacto negativo del entorno global sobre el crecimiento interno, los factores internos fueron, en nuestra opinión, preponderantes para explicar la debilidad reciente. Entre ellos destacamos el fuerte aumento de la incertidumbre y la significativa reducción de la confianza de los agentes en la economía (Gráfico 4.3). A esto han contribuido, no solo el entorno electoral, pero fundamentalmente la baja previsibilidad de las principales políticas públicas, incluyendo la política macroeconómica, y la falta de capacidad para promover un ajuste del modelo de crecimiento excesivamente basado en la expansión del consumo. La actividad, en especial el consumo, ha sido golpeada por la moderación de los mercados de crédito (Gráfico 4.4), determinada, entre otros factores, por el mayor apalancamiento de los agentes. Pese a que la tasa de desempleo se mantenga en niveles excepcionalmente bajos, los procesos de creación de empleos y de aumento del salario real han perdido fuerza, resultando en una moderación del crecimiento de la masa salarial (Gráfico 4.4)⁴. Además, el endurecimiento del tono de la política monetaria y la falta de margen de maniobra para adoptar una política fiscal más contra-cíclica también ayudan a entender la reciente desaceleración de la actividad. Finalmente, hay que destacar los graves problemas de competitividad de la economía siguen constituyéndose una barrera para el crecimiento⁵.

A pesar de que estos factores vayan, en mayor o menor medida, seguir jugando un papel importante hacia adelante, esperamos que la economía recupere en el segundo semestre parte del dinamismo perdido en el primero.

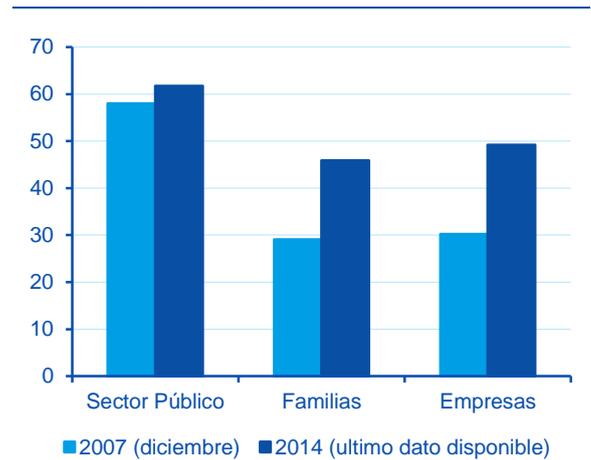
Los indicadores de más alta frecuencia señalan que el crecimiento intertrimestral (t/t %) volverá al campo positivo en la segunda mitad del año. El IBC-Br, el indicador de actividad económica mensual del BCB, por ejemplo, reveló expansión de 0,6% t/t en el 3T14. Asimismo, tras la tendencia negativa registrada desde el comienzo del año, la confianza de los consumidores ha empezado a repuntar con algo más de fuerza a partir de septiembre. Además de esta evidencia preliminar, el muy bajo nivel de partida, el mayor número de días útiles, el impacto sobre la demanda externa neta de la depreciación del cambio y la reducción parcial de la incertidumbre tras las elecciones apoyan la visión de recuperación, aunque muy lenta, del crecimiento en el segundo semestre.

Gráfico 4.5
PIB y términos de intercambio (variación %)*



* Previsiones de BBVA Research para 2014 y 2015.
Fuente BCB, IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 4.6
Deuda del sector público, de las familias y de las empresas* (% del PIB)



* Sector público: deuda bruta; Familias: deuda bancaria; Empresas: deudas bancarias, en el mercado de capitales y externa. El dato inicial de las empresas es de junio de 2008 y no de diciembre de 2007.
Fuente: BCB y BBVA Research

4: La tasa de desempleo se mantiene alrededor de 5% pese la menor generación de empleo pues la oferta de mano de obra se ha estado reduciendo, consecuencia del fuerte aumento de ingreso familiar observado en los últimos años. Descontado este efecto, es decir, si la tasa de participación en el mercado laboral se hubiera mantenido a los niveles observados en 2012-2013, la tasa de desempleo en estos momentos estaría cerca de 7%.

5: Para más detalles sobre los problemas de competitividad, véase nuestro Observatorio Económico "Más sobre la pérdida de competitividad de la economía brasileña" o nuestro estudio "Competitividad del sector manufacturero en América Latina"

La esperada recuperación de la economía debe permitir que el crecimiento del PIB en el 2014 se quede en terreno positivo. En concreto, estimamos que Brasil crezca tan sólo el 0,2% este año. El consumo y las exportaciones netas deben compensar el impacto muy negativo que sobre el crecimiento tendrá la severa contracción de la inversión (Gráfico 4.7 y tabla de previsiones en el final de este informe). Por lo tanto, el crecimiento será este año muy inferior a lo que esperábamos hace tres meses (1,3%). Esta revisión a la baja está determinada principalmente por la fuerte sorpresa negativa del PIB en el 2T14 y la revisión a la baja del crecimiento en el 1T14, pero también por la perspectiva de que la recuperación en el segundo semestre será más débil de lo que antes preveíamos.

El entorno global y el tono más duro de la política económica implicarán que el crecimiento seguirá bajo en el 2015

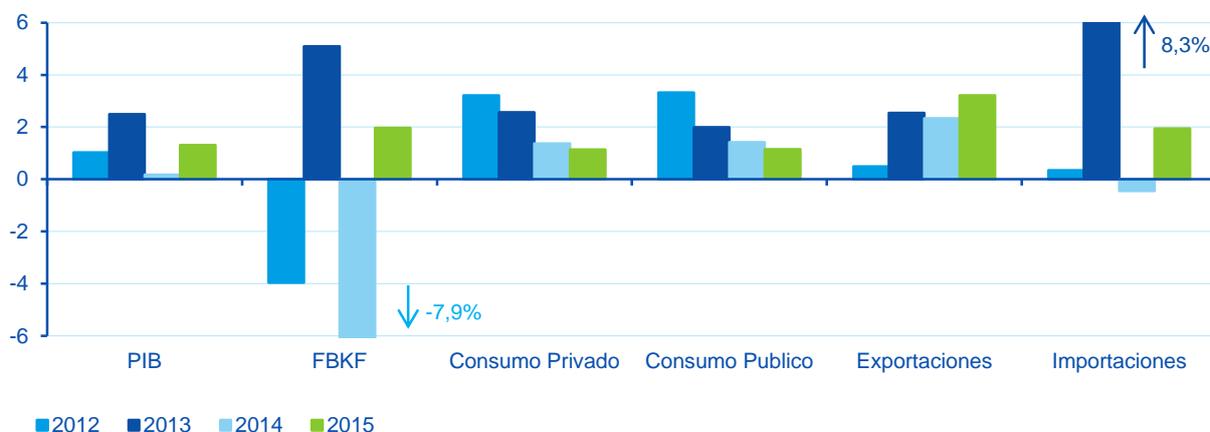
El crecimiento en el 2014, estimado en 0,2%, será el más bajo desde la caída de 0,3% del PIB observada en el 2009 tras la crisis de Lehman Brothers. De forma diferente a lo ocurrido en aquel momento, no hay razones para creer que la actividad se recuperará con fuerza en un período de tiempo relativamente corto. Así, el crecimiento en el año de 2015 se parecerá mucho más al de 2014 que al que de 2010, cuando la economía creció 7,5% tras la contracción de 2009.

Entre las razones que apoyan la visión de que el crecimiento seguirá bajo el próximo año están el deterioro adicional de los términos de intercambio que de acuerdo con nuestras estimaciones debe retroceder 5% con respecto a 2014, acumulando una caída de 8% y 15% con respecto a lo observado, respectivamente, en los años 2013 y 2011. El Gráfico 4.5 ilustra la elevada correlación entre el crecimiento del PIB en Brasil y sus términos de intercambio⁶.

Además, es probable que los mercados financieros sigan siendo especialmente sensibles al ritmo de normalización de la política monetaria en EE.UU y, en consecuencia, a los datos de actividad en EE.UU. que lo determinarán.

Aún con respecto al entorno global, pese a la ligera recuperación esperada de la economía global, Brasil se resentirá de la no aceleración significativa de la actividad económica en dos de sus principales socios económicos, China y Argentina.

Gráfico 4.7
PIB y componentes de la demanda (%), 2012-2015*



* Previsiones de BBVA Research para 2014 y 2015
Fuente: BCB y BBVA Research

6: Para más detalles sobre la relación entre los términos de intercambio y el crecimiento del PIB en Brasil, véase nuestro [Situación Brasil del tercer trimestre de 2014](#) (p.15-16).

Con respecto a los factores internos, el esperado ajuste de la política fiscal, que debe incluir no sólo un recorte de los gastos públicos pero también un aumento de los impuestos y un menor crecimiento de los préstamos de los bancos públicos, tendrá un impacto negativo, en el corto plazo, sobre el consumo y la inversión. En la misma línea, el endurecimiento del tono de la política monetaria limitará la posibilidad de expansión de la demanda doméstica el próximo año.

Finalmente, resaltamos otra vez más que el agotamiento del modelo de crecimiento basado en el consumo (por desaceleración estructural de los mercados laboral y de crédito), la baja competitividad de la economía y el mayor apalancamiento del sector público, familias y empresas imponen una barrera a que el país pueda crecer de manera sostenible por encima del 2,5%.

Pese a todos estos factores y los riesgos destacados en la sección 3, estimamos que el PIB brasileño crecerá el 1,3% en el 2015 (Gráfico 4.7), algo menos de lo que esperábamos hace tres meses (1,6%).

Si bien el ajuste de la política económica tiene un alto coste, deberá posibilitar a lo largo del próximo año una reducción de la incertidumbre con respecto al futuro del país e incluso una recuperación de la confianza empresarial, coherentes con una retomada gradual de la inversión, la cual debería también beneficiarse de la aceleración de las inversiones en infraestructura en el marco de las asociaciones público-privadas.

Asimismo, pese a las dificultades en el entorno global expuestas anteriormente, la depreciación del tipo de cambio debe ayudar a que las exportaciones apoyen más el crecimiento en el 2015.

Finalmente, si, como esperamos, el mercado laboral mantiene su relativa fortaleza, apoyado por ejemplo por el aumento real de aproximadamente 2,5% del salario mínimo determinado por ley, entonces el consumo privado puede mantener su contribución positiva al crecimiento del PIB.

En suma, si pese a los muchos riesgos el gobierno logra con el ajuste de las políticas públicas ir sentando las bases para la recuperación de la confianza, Brasil podrá no sólo crecer cerca de 1% el 2015 como, más importante, converger a su crecimiento potencial de aproximadamente 2,5% del PIB a partir del 2016. Un crecimiento más robusto en el mediano plazo exigiría o un escenario global más favorable que el que tenemos en nuestro escenario base o la adopción de una agenda de reformas para aumentar la productividad que seguimos viendo como poco probable.

La inflación seguirá alrededor del 6%, pese a la debilidad de la demanda, por el realineamiento de los precios administrados y del tipo de cambio

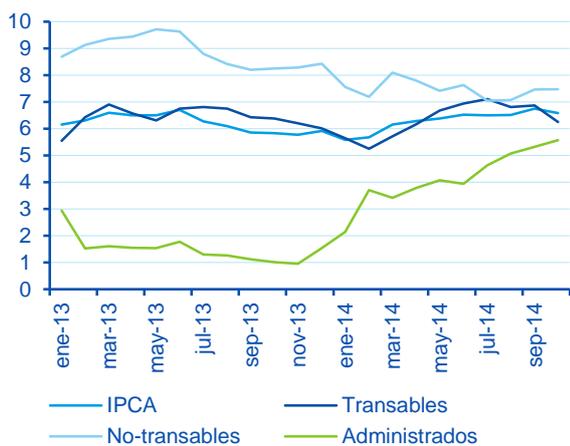
La debilidad de la demanda agregada y el ajuste al alza de los tipos SELIC a lo largo del año han logrado generar una tendencia bajista en la inflación de productos no-transables, que alcanzó 7,5% en octubre (Gráfico 4.8), un nivel todavía muy elevado pese a la moderación reciente.

Sin embargo, la desaceleración de los no-transables no implicó en moderación simultánea de la inflación general. Esto es consecuencia de las presiones sobre los productos transables y los administrados. La inflación en ambos grupos se ha movido al alza en los últimos meses. En el caso de los transables, ha pasado de 5,6% en enero a 6,3% en octubre, en gran parte por el impacto de la depreciación del tipo de cambio observada desde el año pasado. En el caso de los productos cuyos precios son administrados por el gobierno, la inflación ha subido con más fuerza, desde el 2,1% en enero de este año hasta el 5,6% en octubre. En este caso la principal presión al alza es la falta de margen de maniobra para aumentar o mantener los subsidios adoptados anteriormente.

Como resultados de las dinámicas recientes en estos tres grupos, la inflación general se ha movido consistentemente al alza desde el inicio del año hasta alcanzar el 6,75% en septiembre, por encima del techo del intervalo objetivo de 2,5% - 6,5% utilizado por el BCB. Más recientemente, en octubre, la inflación se moderó más de lo esperado y alcanzó 6,59%.

Esperamos que la inflación se desacelere algo más en lo que queda de año, beneficiada por la moderación de la inflación de los transables, por un aumento del precio de los combustibles menor a lo esperado y a lo registrado el año pasado y, especialmente, por la base de comparación favorable (i.e. inflación intermensual elevada al final del 2013) y. En concreto, estimamos que la inflación alcance 6,5% en noviembre y cierre el año en 6,2%.

Gráfico 4.8
Inflación (% a/a)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.9
Contribución de los precios administrados y libres a la inflación anual (puntos base; a fin de período)*



* 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

Esperamos que las dinámicas recientes de los precios no-transables, transables y administrados se mantengan a lo largo de 2015. Así, la aceleración de la inflación de precios administrados y la de transables debe seguir impidiendo que la inflación general ceda de manera significativa. En concreto los ajustes pendientes en los precios administrados, por ejemplo, en las tarifas de transporte público y de energía, en un entorno de mayor restricción fiscal deben hacer que la inflación de productos administrados alcance el 7% en el 2015, contribuyendo más a la inflación general que en los años anteriores. Pese al impacto de la depreciación esperada del tipo de cambio (8% en promedio en el 2014 con respecto a 2013 y 13% en el 2015 con respecto a 2014), la inflación de los precios libres debe moderarse hasta el 5,4% en el cierre de 2015 desde el 6,4% en diciembre de 2014 debido al efecto de la debilidad de la demanda interna y del aumento de los tipos SELIC sobre los precios no-transables.

Así, esperamos que la inflación general cierre el 2015 en 5,8%, en la parte superior del intervalo objetivo.

5 El tipo de cambio se deprecia y los tipos de interés de política aumentan mientras el nuevo gobierno prepara el ajuste fiscal

Vuelven las turbulencias al mercado financiero brasileño

Tras algunos meses de relativa tranquilidad, desde marzo hasta septiembre, la volatilidad volvió con fuerza al mercado financiero brasileño. El diferencial soberano del país ha empezado a subir y el índice de la bolsa de valores de Sao Paulo (el IBOVESPA) se ha movido al alza, en ambos casos registrando niveles no observados desde el brote anterior de turbulencia, al inicio del año tras el anuncio del *tapering* por la Fed (Gráfico 5.1). En el caso del Real brasileño, la debilidad reciente resultó en el tipo de cambio más depreciado en prácticamente una década en términos nominales y desde la crisis del 2008-2009 en términos reales (véase los Gráficos 5.4 y 5.5 en la siguiente subsección).

Gráfico 5.1

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



* Hasta el 20 de noviembre.

Fuente: Datastream y BBVA Research

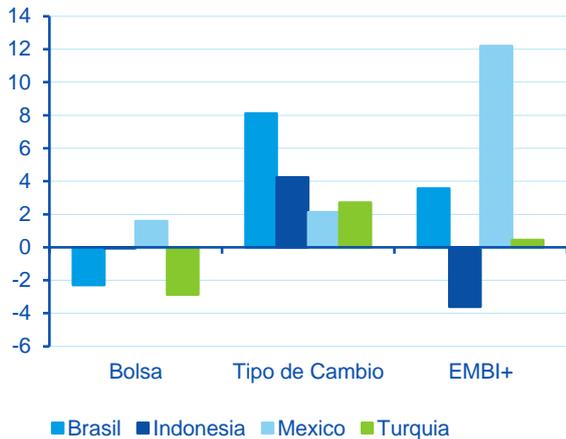
La volatilidad observada en los mercados globales, en gran parte determinada por la moderación de China y la proximidad del aumento de los tipos de interés por la Fed, fue exacerbada localmente por el deterioro del entorno macroeconómico, que entre otras cosas ha generado discusiones sobre la posibilidad de que el país pierda el grado de inversión en un futuro no lejano, y por la incertidumbre relacionada a las elecciones de octubre y la indefinición sobre las políticas públicas a partir de 2015.

Las pérdidas ocurridas en el mercado financiero brasileño en los tres meses anteriores a las elecciones, es decir, entre el inicio agosto y fin de octubre, han sido en general mayores a las observadas en otros países emergentes (Gráfico 5.2), como también mayores a las registradas en períodos preelectorales anteriores (Gráfico 5.3), lo que refuerza la visión de que factores idiosincráticos han estado jugando un papel particularmente importante en el reciente aumento de volatilidad reciente.

Asimismo, pese al fin del período electoral, la volatilidad ha continuado en noviembre. Las dudas con respecto a quien sería el futuro gobernante en el período 2015-2018 fueron reemplazadas por las relacionadas a la magnitud y duración del ajuste de la política económica. Además, el precio de los activos

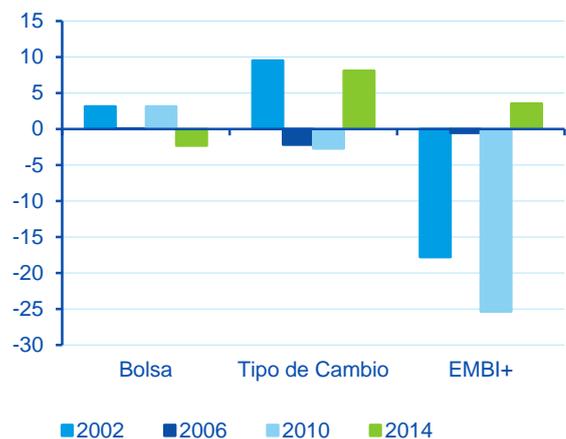
brasileños, en particular el mercado bursátil, se ha visto impactado por los escándalos de corrupción en el seno de la compañía petrolera de capital mayoritariamente público Petrobras.

Gráfico 5.2
Mercados bursátiles, diferenciales soberanos y tipos de cambio (variación % desde agosto a octubre de 2014)



Fuente: Datastream y BBVA Research

Gráfico 5.3
Mercados bursátiles, diferenciales soberanos y tipos de cambio en períodos electorales en Brasil (variación % desde agosto a octubre en cada año)



Fuente: Datastream y BBVA Research

La esperada y necesaria depreciación del cambio finalmente empieza a materializarse

Pese a que ya llevábamos algún tiempo esperando una corrección significativa en el tipo de cambio, el proceso de pérdida de valor del real brasileño, iniciado en septiembre, ha sorprendido por su magnitud. Desde aquel momento hasta mediados de noviembre la divisa brasileña ha saltado desde 2,23 hasta 2,53 por dólar, habiendo incluso tocado recientemente el nivel de 2,60 (Gráfico 5.4).

A la depreciación reciente del real han contribuido el movimiento de apreciación del dólar en los mercados globales, el retroceso en el precio de las materias primas y en consecuencia de los términos de intercambio de Brasil, la baja competitividad del sector manufacturo, el persistente déficit en cuenta corriente, la mayor aversión al riesgo y la posición relativamente pasiva del BCB que ha evitado aumentar su ya elevada participación en los mercados cambiarios, en contraste con períodos anteriores.

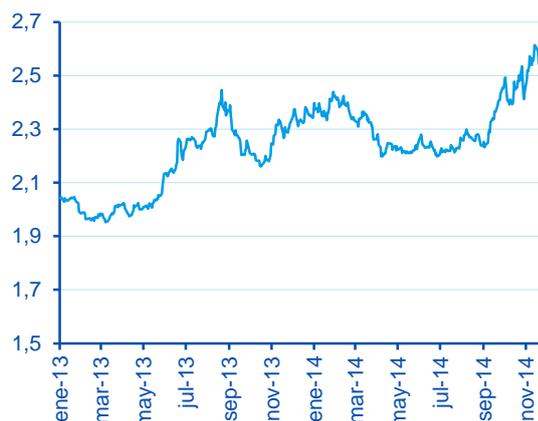
A pesar de que la retomada del proceso de aumentos de los tipos de interés SELIC y de la señalización de que pronto se anunciará un plan de ajuste fiscal en línea con lo que clamaban los mercados pueda estabilizar e incluso generar una pequeña apreciación de la moneda en el corto plazo, en el mediano y largo plazo el movimiento de depreciación del tipo de cambio debería continuar, entre otros factores, porque el proceso de apreciación del dólar, relacionado a la inminente subida de los tipos de interés en EE.UU., probablemente no haya terminado todavía y porque los términos de intercambio deben seguir cayendo.

Pese al coste que esta depreciación debe tener en términos de inflación, vemos este ajuste cambiario como algo positivo para la economía brasileña dadas las necesidades de corregir algunas de las distorsiones recientes, como por ejemplo la pérdida de competitividad de las exportaciones manufactureras.

Asimismo, esperamos que el real brasileño cierre el año en 2,52 y alcance el 2,70 en el fin de 2015, lo que implicaría una depreciación de 15% en dos años desde el fin de 2013, en términos nominales, y una depreciación de 7,5% en términos reales en el mismo período (Gráfico 5.5).

Nuestras previsiones incorporan la visión de que el BCB reducirá o incluso eliminará su programa diario de oferta de liquidez en dólares en el inicio del próximo año, entre otros factores porque el estoque de swaps cambiarios ofertados por el BCB ya ultrapasa los USD100bn (un valor que representa el 27% de las reservas internacionales del país y que representa un coste potencial para el BCB en la medida que el real se siga depreciando).

Gráfico 5.4

Tipo de cambio nominal, BRL per USD

Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.5

Tipo de cambio real (a precios de noviembre de 2014)

Fuente: BCB y BBVA Research

El endurecimiento del tono de la política monetaria ya ha empezado y continuará hasta el inicio de 2015

Tras mantener los tipos de interés SELIC en 11,0% desde abril, el BCB —que debe seguir bajo el comando de Alexandre Tombini en el segundo gobierno de Dilma Rousseff— decidió subirlos 25 p.b. en su reunión de octubre, pocos días tras la segunda vuelta de las elecciones presidenciales. Dicha decisión tomó por sorpresa a la totalidad del mercado, que así como nosotros, esperaba que los tipos se mantuviesen estables hasta el fin del 2014.

Además de sorpresiva, la subida del SELIC contrasta con la reducción de los encajes bancarios y de los requerimientos de capital anunciados a mediados del año para estimular el mercado de crédito, en particular el sector automotriz.

En todo caso, este aumento de los tipos de interés refleja, en nuestra opinión, un nuevo cambio en la estrategia de conducción de la política monetaria en Brasil (véase el Recuadro 1). En concreto, revela un nuevo intento de recuperar parte de la credibilidad perdida en los últimos años y anclar las perspectivas de inflación de mediano y largo plazo (actualmente las expectativas de mercado para la inflación son de 6,45% en el 2014, 5,7% en el 2015 y 5,5% en 2017 y 2018, en todos los casos significativamente por encima del objetivo central de 4,5%).

Según la comunicación oficial reciente de la autoridad monetaria, el inicio de un nuevo ciclo alcista de los tipos de interés es una consecuencia de la reciente depreciación del tipo de cambio. Además, el acta de la última reunión de política monetaria sugiere, implícitamente, que los ajustes venideros serán determinados no sólo por la dinámica de la tasa de cambio, como también por el tono de la política fiscal.

Asimismo, el BCB debe seguir ajustando el SELIC en sus próximas reuniones. Atribuimos mayor probabilidad a un escenario en que los ajustes sigan en los próximos meses a un ritmo de 25 p.b. por reunión, finalizando así el 2014 en 12,50% y encerrando el ciclo alcista en abril con un SELIC de 12,25%. La moderación reciente y esperada por nosotros de la inflación y nuestra previsión de estabilidad del tipo de cambio en el corto plazo apoyan esta visión.

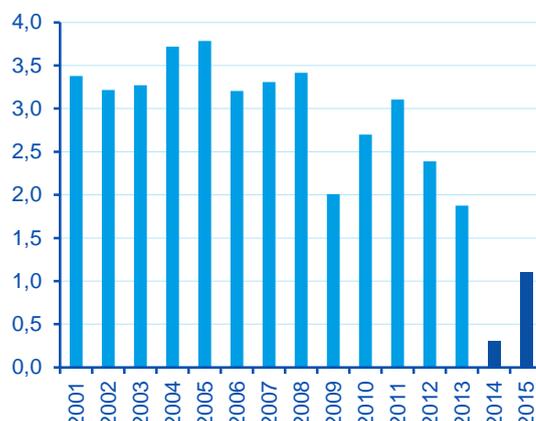
Sin embargo, hay una probabilidad significativa de que ya a partir de su próxima reunión, en diciembre, el COPOM empiece a subir los tipos a un ritmo de 50 p.b.. Asimismo, hay un sesgo alcista para nuestra previsión para el SELIC no sólo para el cierre de 2014, como para el 2015. Tanto un intento de perseguir de manera más intensa la convergencia de la inflación para el objetivo de 4,5% en el mediano plazo, como un mayor impacto de la normalización de la política monetaria en EE.UU. podrían determinar que los tipos SELIC alcanzasen un nivel mayor al 12,25% el próximo año (véase el Recuadro 2).

Gráfico 5.6
Tipos de interés SELIC (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.7
Superávit primario del sector público (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

El nuevo gobierno de la presidenta Dilma Rousseff prepara un ajuste fiscal, tras el grave deterioro observado en los últimos años

Tras un debilitamiento constante del superávit primario del sector público desde el 2011, el deterioro ha ganado intensidad en los últimos meses. En concreto, el superávit primario, que era de 3,1% del PIB al final del 2011, bajó a 1,9% al final de 2013 y se encontraba en 0,6% en septiembre de 2014.

A este fuerte deterioro reciente han contribuido la baja recaudación de impuestos, consecuencia de la falta de dinamismo de la demanda interna y de los incentivos fiscales concedidos anteriormente, y la robustez de los gastos públicos, entre otros motivos por la ley que hasta el 2015 obliga al gobierno a aumentar el salario mínimo al inicio de cada año fiscal en un monto igual al PIB de hace dos años y la inflación del año anterior. Asimismo, en septiembre los gastos primarios del gobierno central crecían a 11% a/a en términos reales, mientras los ingresos públicos caían 1% a/a.

La caída del superávit primario ha sido tan fuerte y marcada por medidas de difícil reversibilidad, que inviabiliza su reversión en el corto e incluso en el mediano plazo. Ante esta realidad el gobierno ha presentado un proyecto de ley que en la práctica le permitiría al gobierno central (es decir, al gobierno

federal y al banco central) alcanzar un resultado primario muy bajo o incluso un déficit en lugar de un superávit de 1,55% del PIB⁷.

Asimismo, el conjunto de las administraciones regionales y empresas estatales presentaban un superávit primario próximo a cero en septiembre, por debajo del objetivo de 0,35% establecido para este segmento del sector público este año⁸.

En este contexto, esperamos que el sector público consolidado genere un superávit primario de tan sólo 0,3% del PIB este año, muy por debajo de la meta previamente establecida de 1,9%.

El deterioro de las cuentas públicas, el impacto negativo de la política fiscal expansiva y el riesgo de que el país pierda el grado de inversión en los próximos años han creado una fuerte presión para que el gobierno, tras un ajuste fiscal, vuelva a generar superávits primarios más robustos⁹.

Como hemos analizado en la sección 3 de este informe, pese la elevada incertidumbre existente en estos momentos, creemos que el nuevo gobierno de Dilma Rousseff pronto pondrá en marcha un plan de ajuste fiscal para posibilitar la generación de superávits primarios más elevados a partir del 2015.

Debido a la difícil reversión de algunos incentivos fiscales adoptados en los últimos años, la tradicional rigidez de los gastos fiscales en Brasil, la obligatoriedad de ajustar el salario mínimo en 2,5% en términos reales este año y la baja recaudación esperada lo más probable es que el ajuste fiscal a ser anunciado sea menos ambicioso en el corto plazo (i.e. 2015) y más en el mediano plazo (a partir del 2016).

Todavía pendientes de los anuncios oficiales, esperamos que el gobierno busque generar un superávit primario de, aproximadamente, 1% del PIB el próximo año y al menos 2% a partir de 2016. Además, creemos que este ajuste reposaría tanto en un aumento de los impuestos como también en un recorte de los gastos, que incluiría también una reducción de las transferencias a los bancos públicos.

Nuestro escenario para el resultado fiscal implica en que el resultado fiscal total, que considera no sólo el resultado primario sino que también los gastos con el pago de intereses, alcance el -5,1% del PIB este año, el déficit más alto desde el 2003, cuando el resultado fiscal total fue de -5,2%. En línea con el aumento esperado del superávit primario, el déficit fiscal se reduciría a partir del 2015, año en que alcanzaría el 4,7%.

En suma, esperamos que el gobierno revierta gradualmente el tono expansivo de la política fiscal y también que la haga más transparente que en los últimos años, de manera a evitar la emergencia de problemas de solvencia, eludir la pérdida del grado de inversión y auxiliar en la conformación de un cuadro macroeconómico más benigno. Asimismo, hay riesgos importantes relacionados a la comunicación y adopción del ajuste fiscal como, por ejemplo, el que sea percibido como insuficiente y temporal o el que tenga un impacto más fuerte de lo esperado en el mercado laboral y en la actividad económica.

El déficit en cuenta corriente se mantiene en el 3,7% del PIB y no esperamos que ceda hasta el fin del 2015

El déficit en cuenta corriente ha alcanzado el 3,7% del PIB en septiembre y prevemos siga alrededor de este valor no sólo hasta el fin del año como en el 2015.

Gran parte del deterioro de la cuenta corriente acumulado desde el final de 2012, cuando el déficit era de 2,4% del PIB, hasta el momento está explicado por el deterioro del saldo comercial, pero el aumento del déficit en las cuentas de ingresos y servicios también ha contribuido.

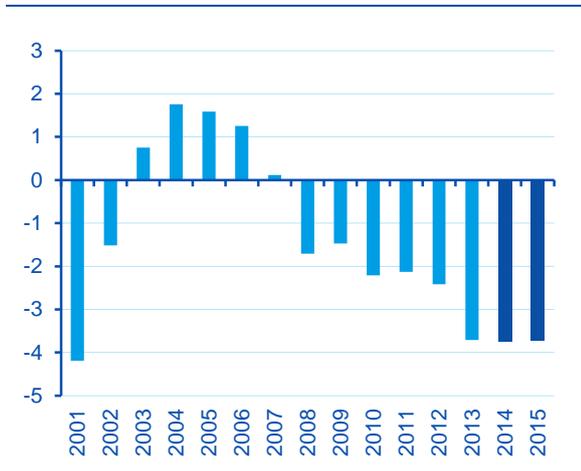
7: En un informe fiscal reciente el gobierno central sugirió que el nuevo objetivo para este año podría ser de alrededor de 0,2% del PIB.

8: No hay mecanismos que garanticen u obliguen los gobiernos regionales y las empresas estatales a cumplir su objetivo. Además, desde el final del año pasado una ley desobligó al gobierno federal de generar un superávit adicional equivalente a la diferencia entre el superávit objetivo y el superávit efectivamente generado por los gobiernos regionales y empresas públicas.

9: Las notas actuales de Brasil son BBB-, BBB y Baa2 según S&P, Fitch y Moody's, respectivamente. Lo que implica que el país está a uno escalón de perder el grado de inversión de acuerdo con S&P, y a dos según las otras dos agencias de riesgo.

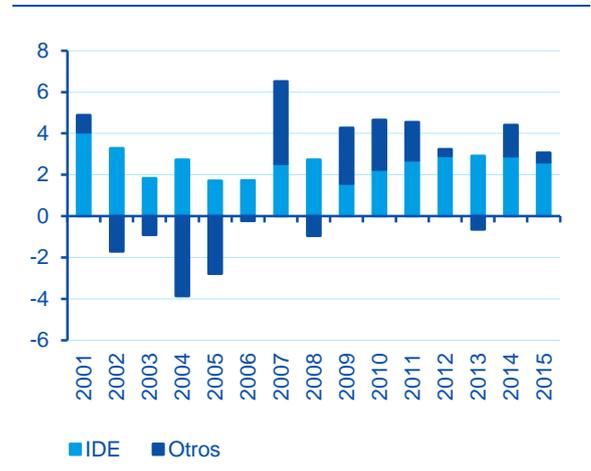
En el 2015 esperamos que la depreciación del real brasileño y la debilidad de la demanda interna compensen el efecto negativo de la reducción de aproximadamente 5% en los términos de intercambio y que el déficit, por lo tanto, se mantenga prácticamente estable.

Gráfico 5.8
Cuenta corriente (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.9
Cuenta capital y financiera (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Es probable que la inversión directa extranjera (IED) se modere ligeramente el próximo año, si bien seguiría relativamente elevada (alrededor de 2,7% del PIB), financiando una parte importante del déficit en cuenta corriente. Asimismo, el entorno global será menos favorable para la atracción de inversión de cartera, por el esperado aumento de los tipos de interés en EE.UU. y la reducción de la liquidez global, con lo cual un déficit en el balance de pagos no sería sorpresivo. Si bien el elevado nivel de las reservas internacionales – 37% del PIB – provee un seguro contra situaciones de estrese, la reducción de la financiación internacional en un entorno en que el sector corporativo tiene una deuda externa más alta que en el pasado – 14% del PIB en junio de 2014 en comparación con 7% en junio de 2008- sugiere que los riesgos no son inexistentes.

Recuadro 1: Las reglas de Taylor y los tipos de interés de equilibrio de corto plazo

Desde el final de los años noventa la política monetaria en Brasil ha convergido a una política de “inflation targeting”, caracterizada por la fijación de un objetivo de inflación de mediano y largo plazos. Dicho régimen ha tenido suficiente recorrido como para intentar describir empíricamente el actual comportamiento de las autoridades monetarias ante distintos tipos de presiones (Gráfico R.1.1).

Estimación empírica de las reglas de Taylor para Brasil

Extendiendo el marco tradicional de reglas de Taylor (Clarida et al, 1998¹⁰), construimos una regla lineal para explicar el tipo de interés oficial en Brasil. En esta regla, los tipos de interés responden a tres variables macroeconómicas: la brecha en actividad (relativa a la producción de largo plazo), la brecha en las expectativas de inflación (relativa al objetivo de inflación) y la brecha en el tipo de cambio del dólar estadounidense (relativa al tipo de cambio de equilibrio de largo plazo). Siguiendo la metodología estándar en este tipo de ejercicios, incluimos un rezago del tipo de interés oficial. En otras palabras, suponemos que las autoridades monetarias no ajustan automáticamente el tipo de interés dictado por dichas brechas, pero lo hacen sólo parcialmente, tomando en cuenta el nivel de tipos en el que se encuentran actualmente. Este gradualismo de la política monetaria genera por ende dos valores relevantes: un tipo de interés de equilibrio de corto plazo, en el cual centraremos nuestra atención, y un tipo de interés “efectivo” o de “ajuste parcial”.

Gráfico R.1.1
Tipos de interés de referencia en Brasil (%)



Fuente: BCB

El modelo respalda la visión de que el banco central atribuye un peso importante a la actividad económica

El Gráfico R.1.2 muestra un índice de política monetaria que retrata la brecha entre el tipo de interés de corto plazo estimado y el tipo de interés efectivo en cada país. Un signo positivo indica presiones a subir los tipos de interés, mientras que un signo negativo indica presiones a bajarlos. Queda en evidencia que, de acuerdo con nuestro modelo, Brasil afronta presiones a la baja, aunque decrecientes.

10: Clarida, Richard, Jordi Gali, and Mark Gertler. 1998. “Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence.” *European Economic Review* 42:1033–67.

Asimismo, este sesgo bajista está en parte determinado por el bajo crecimiento de la actividad, que compensa la presión alcista impuesta por la elevada inflación. Así, el modelo apoya la visión de que el Banco Central de Brasil toma en cuenta (directamente y de manera significativa) el impacto de la actividad a la hora de decidir la política monetaria. Además, hemos encontrado evidencia de que el peso de la actividad sobre las decisiones de la autoridad monetaria ha aumentado en los últimos años.

Sin embargo, la reciente decisión de empezar a subir los tipos de interés sugiere que el banco central puede estar empezando a dar más peso a la inflación en comparación con lo que hizo en los últimos años y lo que queda reflejado en el modelo.

Gráfico R.1.2

Índice de presiones a tipos de política monetaria

Fuente: BBVA Research

La evidencia empírica indica que la subida de tipos de interés por parte de la Fed presionará al alza a los tipos de interés en Brasil

Dada la inminencia de un ajuste alcista de los tipos de interés en EE.UU., utilizamos nuestro modelo para intentar capturar el impacto sobre los tipos de interés locales de una subida de los tipos de interés por la Fed¹¹. Las reglas de Taylor en Brasil parecen responder a la política monetaria de EE.UU., en a los tipos de interés “sombra” controlados por su comité de política monetaria (FOMC)¹². Así, nuestro modelo evidencia que, en general, el impacto de la política monetaria de EE.UU. es directo, es decir, una política restrictiva de la Fed conlleva a subidas del tipo de interés local¹³. Por tanto, esta evidencia apoya la visión de que la normalización de la política monetaria por la Fed en el 2015 contribuirá a presionar los tipos de interés al alza.

11: En el período considerado para la mayor parte de los países, del año 2004 al 2014, ha habido un solo ciclo monetario en EE.UU. –véase el Gráfico R.3.1–, lo que recomienda cautela a la hora de analizar los resultados de los modelos.

12: Ya que por varios años los tipos de la Fed se han encontrado acotados por la imposibilidad de tener tipos negativos, existen mediciones “sombra” que intentan determinar el tipo de interés negativo equivalente a las políticas monetarias extraordinarias que se han implementado en su lugar (ver Wu y Xi, “Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound”, working paper, 2014).

13: Este efecto puede estar relacionado con consideraciones de estabilidad financiera en el mediano plazo (salidas de capital en un entorno global de mayor aversión al riesgo que pueden generar círculos viciosos de aun mayores devaluaciones que causan/son causadas por un desajuste y deterioro de los balances de bancos y empresas).

6 Tabla de previsiones

Tabla 6.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% interanual)	1,0	2,5	0,2	1,3
Inflación (% a/a, fin de periodo)	5,8	5,9	6,2	5,8
Tipo de cambio (frente al USD, fin de periodo)	2,04	2,34	2,52	2,70
Tipos de interés (% fin de periodo)	7,25	10,00	11,50	12,25
Consumo privado (% a/a)	3,2	2,6	1,4	1,1
Consumo público (% a/a)	3,3	2,0	1,4	1,2
Inversión fija (% a/a)	-4,0	5,1	-7,9	2,0
Exportaciones (% a/a)	0,5	2,5	2,3	3,2
Importaciones (% a/a)	0,3	8,3	-0,5	1,9
Balance fiscal (% PIB)	-2,5	-3,3	-5,1	-4,7
Cuenta corriente (% PIB)	-2,4	-3,6	-3,7	-3,7

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 América Latina:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Jorge Redondo
jorge.redondo.caballero@bbva.com

Alejandro Neut
robertoalejandro.neut@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