

Brasil 2015: un año de estancamiento e inflación elevada

Juan Ruiz

BBVA Research | Economista Jefe para América del Sur

Principales mensajes

1

La economía brasileña ha acumulado importantes distorsiones en los últimos años. Ha habido un deterioro de las cuentas públicas, presiones inflacionarias y el déficit externo ha aumentado fuertemente. Esto impulsado por un aumento del endeudamiento y la pérdida de competitividad externa.

2

El aumento de las distorsiones y la pérdida de credibilidad de las políticas económicas han forzado un ajuste económico. El gobierno está adoptando una política fiscal y monetaria más restrictivas. Pero sigue existiendo el riesgo de que el ajuste no tenga el respaldo político necesario.

3

El impacto del ajuste y otros factores internos y externos mantendrán la economía estancada en 2015. Además, la inflación seguirá elevada este año (próxima al 7%). El entorno económico debe mejorar ligeramente en 2016.

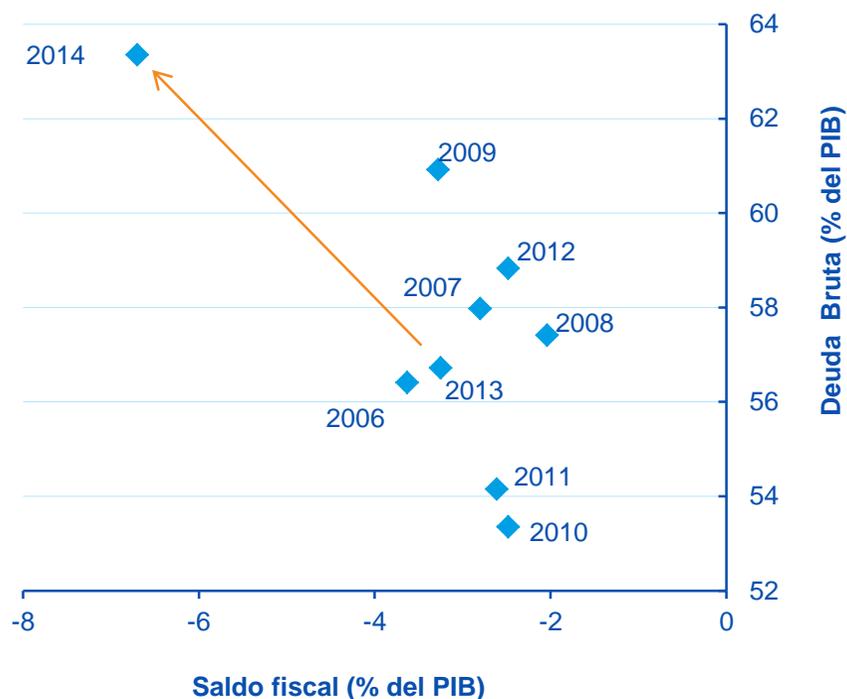
4

En el largo plazo el ajuste y la depreciación del tipo de cambio permitirán un crecimiento alrededor de 2,5%. Un crecimiento más alto requiere reformas que hoy lucen poco probables.

La economía brasileña ha acumulado distorsiones en los últimos años: un deterioro de las cuentas públicas

Deterioro de la situación fiscal en Brasil: deuda bruta y saldo fiscal (% del PIB)

Fuente: BBVA Research y BCB



Es especialmente preocupante el deterioro de las cuentas públicas del gobierno,

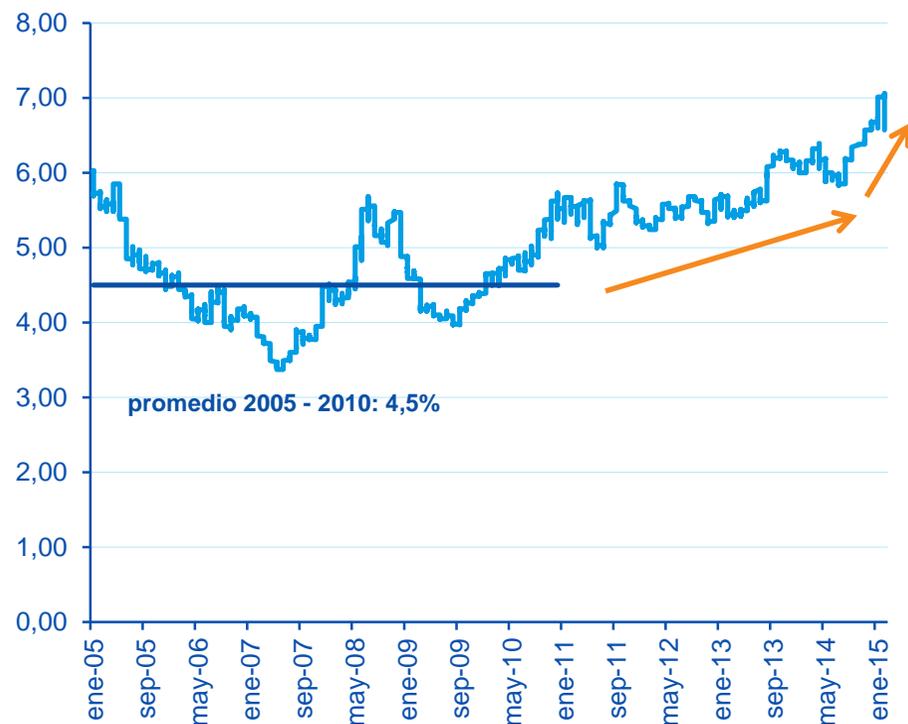
Entre otros motivos, este deterioro se debe a la insistencia usar la política fiscal para apoyar la actividad.

Ha aumentado el riesgo de que el país pierda su grado de inversión.

Distorsiones (II): aumento y mayor inercia de la inflación

Brasil: Expectativa de inflación a 12 meses, según analistas consultados por el BCB (%a/a)

Fuente: BBVA Research y BCB



A pesar de que los precios regulados se hayan mantenido en niveles artificialmente bajo (lo que es en si mismo otra distorsión)...

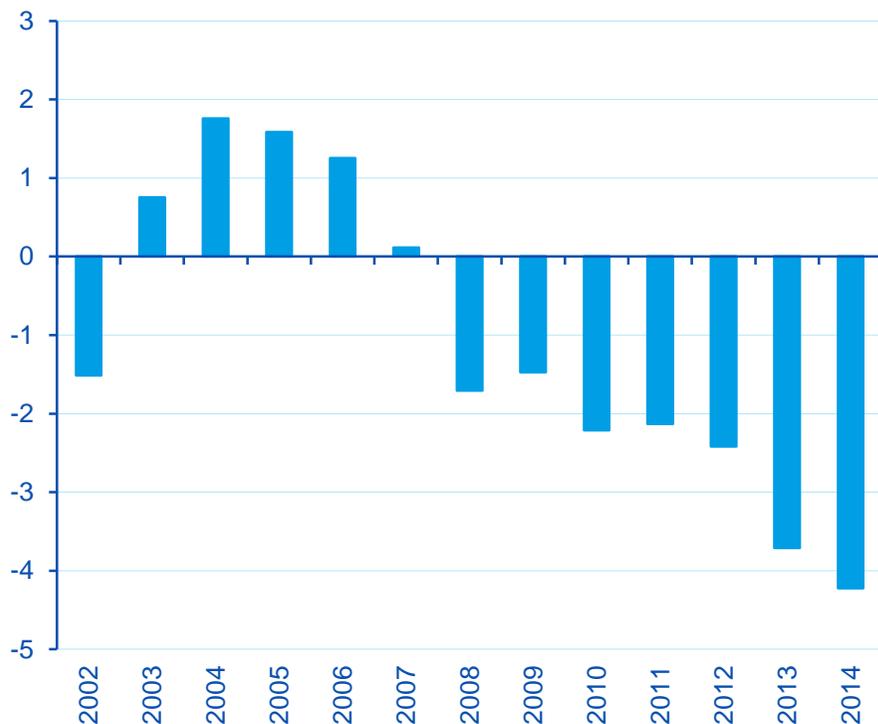
...tanto la inflación observada, que promedió 6,2% en los últimos cuatro años, como las expectativas de inflación se mantuvieron en niveles elevados.

La mayor tolerancia con respecto a la inflación del BCB y del gobierno está por detrás de este deterioro.

Distorsiones (III): aumento de los déficits exteriores

Brasil: Saldo de la Cuenta corriente (%PIB)

Fuente: BCB y BBVA research



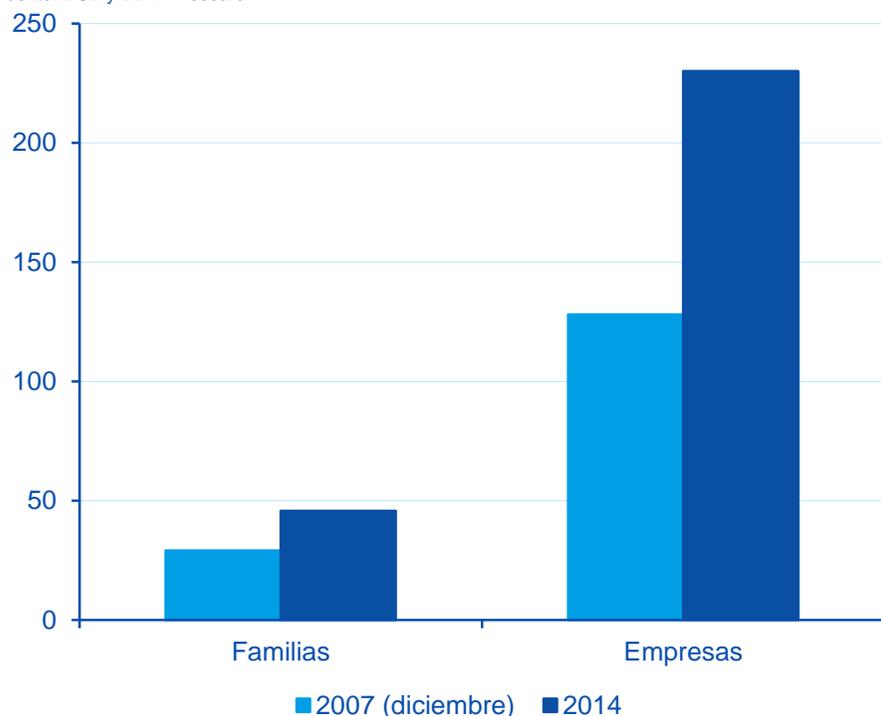
El déficit en cuenta corriente ha aumentado hasta alcanzar el 4,2% del PIB en 2014.

El mayor déficit externo es un reflejo, entre otras cosas, de la pérdida de competitividad de la economía brasileña.

Distorsiones (IV): fuerte aumento del apalancamiento del sector privado

Brasil: Deuda de las familias y de las empresas (% de sus ingresos)*

Fuente: BCB y BBVA Research



El apalancamiento tanto de las familias como del sector corporativo ha aumentado en los últimos años

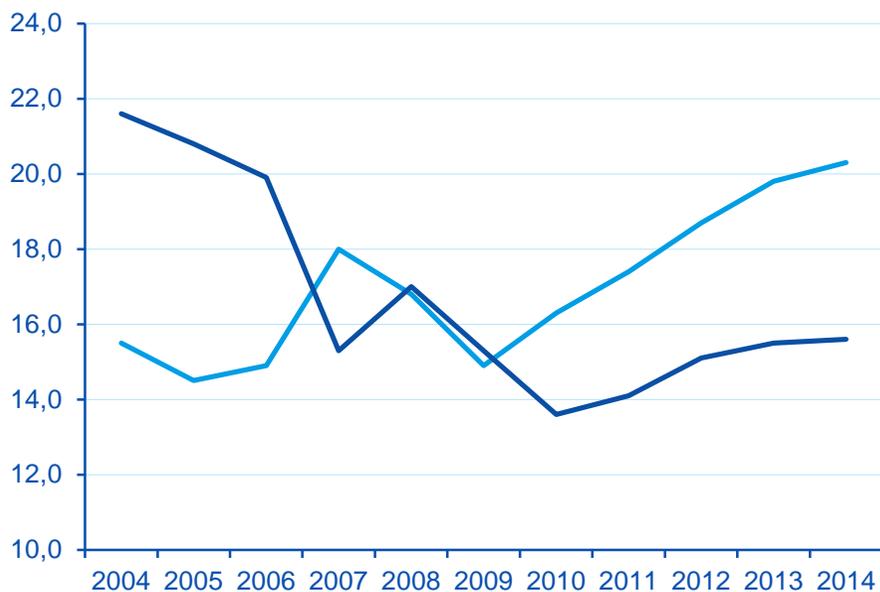
El desarrollo de los mercados de crédito y de capitales, así como los bajos niveles de partida han contribuido a este aumento

* Familias: deuda bancaria como proporción de sus ingresos; Empresas: deudas bancarias, en el mercado de capitales y externa como proporción del su excedente operacional bruto. El dato inicial de las empresas es de junio de 2008 y no de diciembre de 2007.

Distorsiones (V): pérdida de competitividad, especialmente en manufacturas

Brasil: comercio exterior de la industria manufacturera

Fuente: IPEADATA, FUNCEX y BBVA Research



— Importaciones (% del consumo interno) - Industria Manufacturera

— Exportaciones (% de la producción total) - Industria Manufacturera

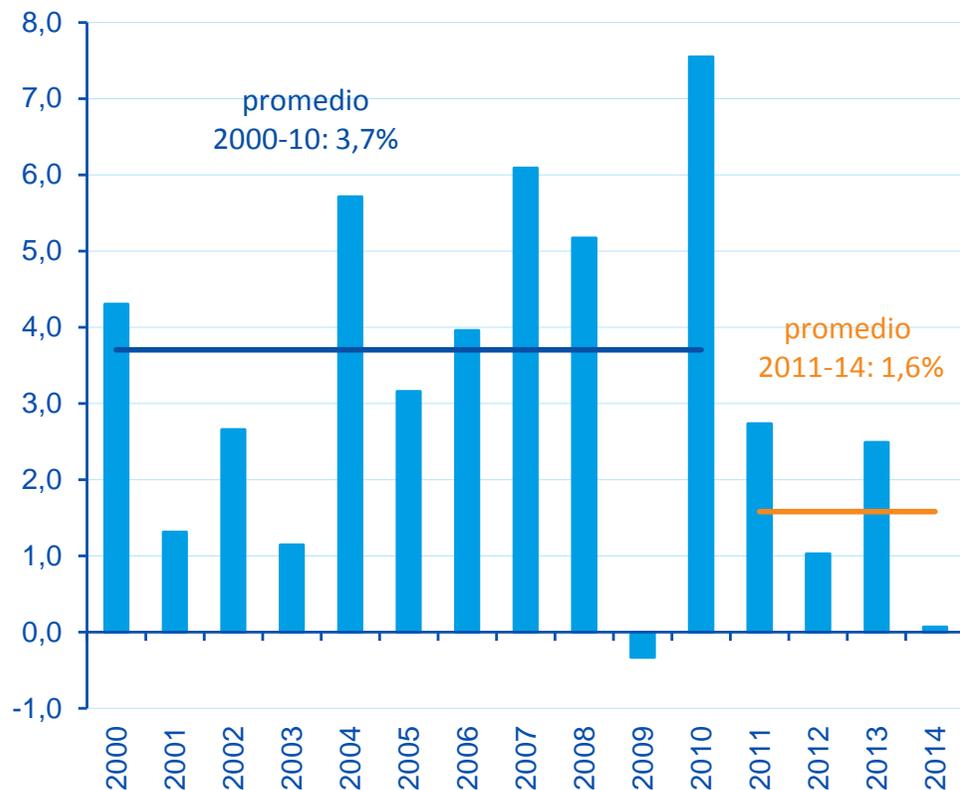
El sector manufacturero ha perdido competitividad en la última década, especialmente en los últimos años

Entre otros motivos, esto se debe a la apreciación cambiaria y al aumento de los costes laborales superior a las ganancias de productividad

El crecimiento se redujo a la vez que se acumularon las distorsiones

Brasil: Crecimiento del PIB (%)

Fuente: IBGE y BBVA Research



A pesar de la política fiscal expansiva y de la mayor tolerancia con la inflación, el PIB se moderó en los últimos años.

A esta moderación contribuyen, además, la incertidumbre y desconfianza con respecto a las políticas económicas

El aumento de las distorsiones y la pérdida de credibilidad han forzado un ajuste económico

Brasil: Saldo fiscal del sector público: resultado primario, total y gastos con intereses (% del PIB)

Fuente: BBVA Research y BCB



■ Gastos con intereses ■ Saldo primario ■ Saldo fiscal

Este ajuste estará centrado en las políticas fiscal y casi-fiscal.

Se han anunciados objetivos de superávit primario (1,2% y 2,0% del PIB en 2015 y 2016) para revertir la tendencia alcista de la deuda

Para cumplir estos objetivos se está aumentando impuestos y recortando gastos. Sin embargo, hay la duda si el gobierno tendrá la voluntad y principalmente el apoyo político necesarios para adoptar el ajuste fiscal.

El ajuste incluye también un endurecimiento de la política monetaria

Brasil: Tipo de interés oficial - SELIC (%)

Fuente: BBVA Research y BCB



El ciclo de endurecimiento monetario es más fuerte de lo esperado.

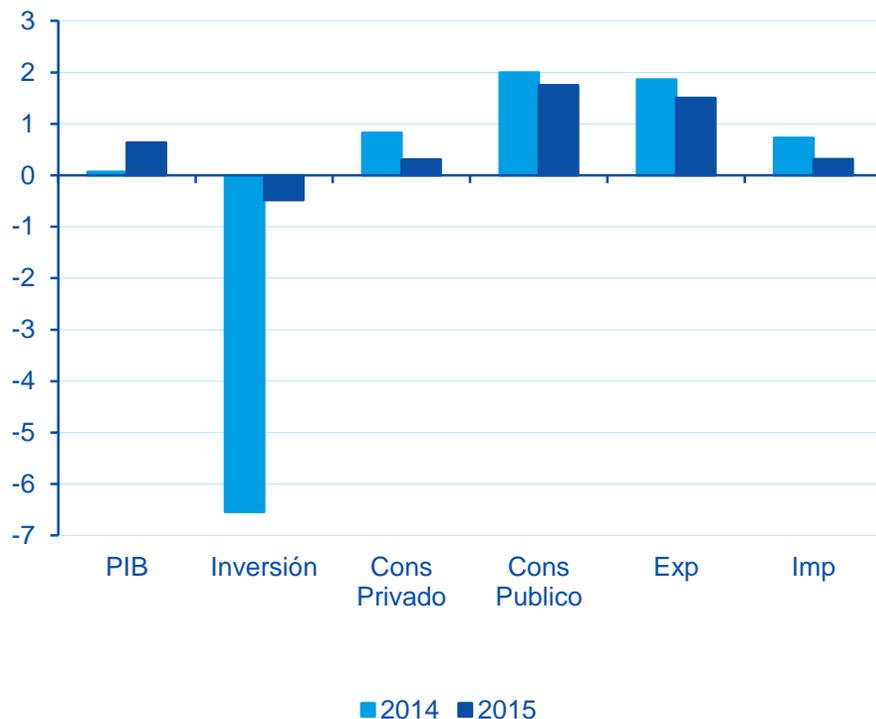
Los tipos SELIC deben alcanzar 13%, el nivel más alto desde 2008.

El objetivo es mantener la inflación bajo control y recuperar la credibilidad perdida en los últimos años.

El PIB permanecerá estancado en 2015, no sólo por el impacto contractivo del ajuste económico

Brasil: crecimiento del PIB y sus componentes (variación anual %)

Fuente: BBVA Research e IBGE



Esperamos un crecimiento de tan solo 0,6% este año debido, además del impacto del ajuste, a:

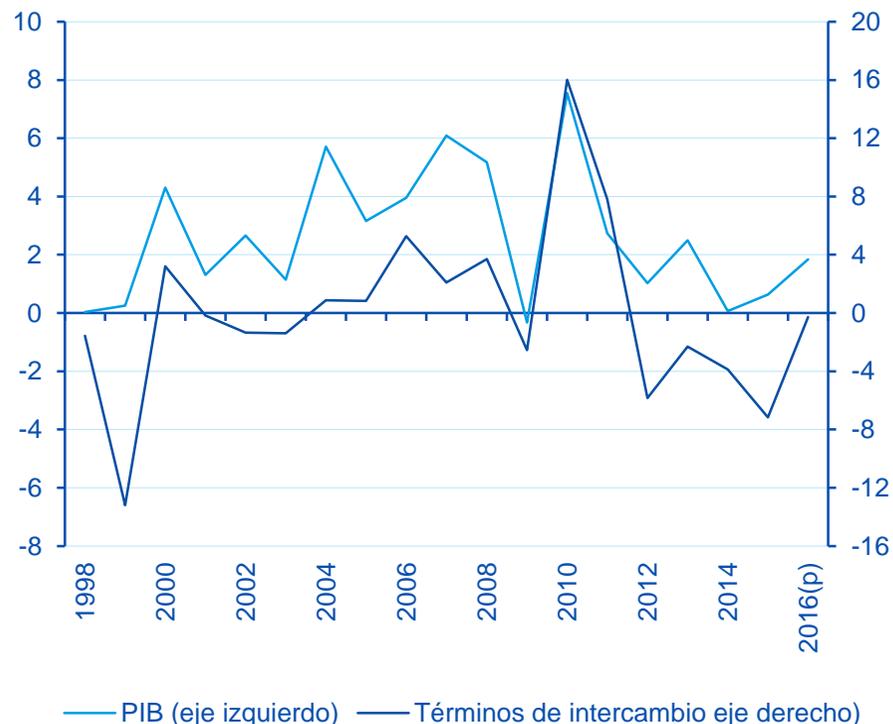
- i) una nueva contracción de los términos de intercambio,
- ii) moderación de la demanda externa;
- iii) al impacto de la crisis en Petrobras ,
- iv) el efecto de la escasez de agua y electricidad.

Un impacto más fuerte de lo estimado de cualquiera de estos factores podría empujar la economía a una recesión.

Determinantes del estancamiento de la actividad: el deterioro de los términos de intercambio.

Brasil: crecimiento del PIB y de los términos de intercambio (var. % anual)

Fuente: BBVA Research e IBGE



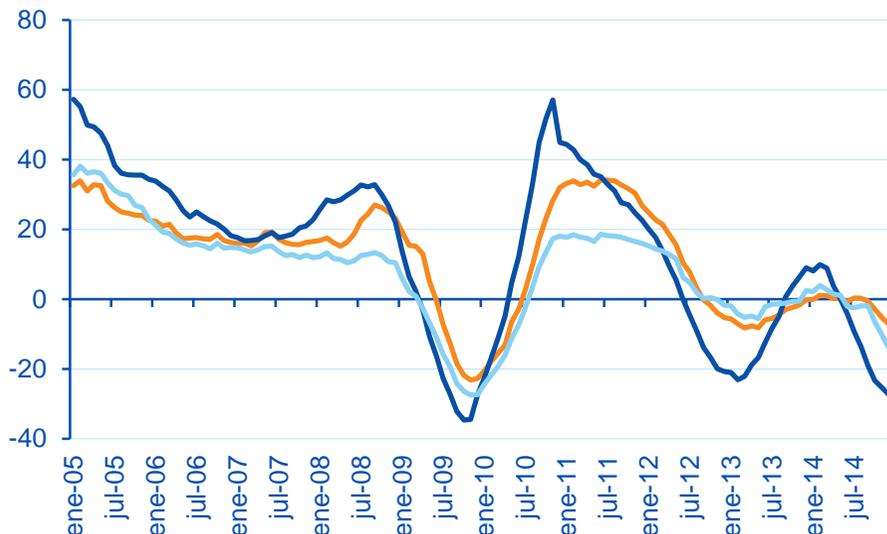
La caída del precio de las materias primas ha estado determinando un deterioro de los términos de intercambio.

Preveemos otra corrección a la baja de los términos de intercambio en 2015

Determinantes del estancamiento de la actividad (II): barreras al aumento de las exportaciones

Brasil: crecimiento de las Exportaciones (% a/a)

Fuente: BBVA Research y MDIC



- Exportaciones totales
- Exportaciones a Argentina
- Exportaciones de manufacturados

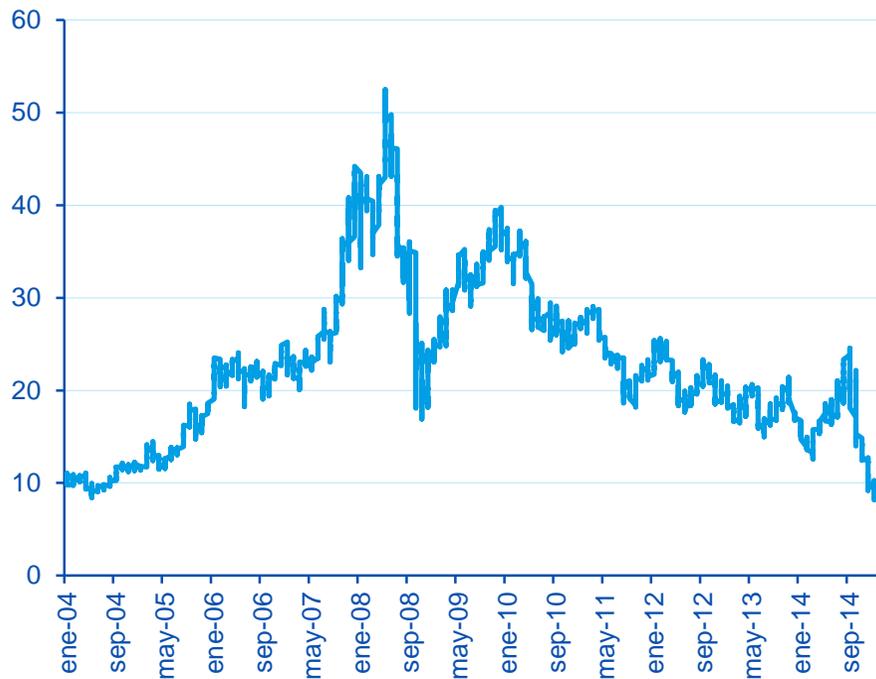
La esperada moderación de la actividad en socios comerciales importantes (China, Argentina) impactará la economía brasileña.

Además, el país sigue teniendo un problema de falta de competitividad

Riesgos hacia adelante: crisis en Petrobras

Valor de la acción de Petrobras en la Bolsa de São Paulo (R\$)

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



La crisis en Petrobras es el resultado de una serie de factores: i) escándalo de corrupción; ii) problemas de gestión; iii) caída del precio del crudo

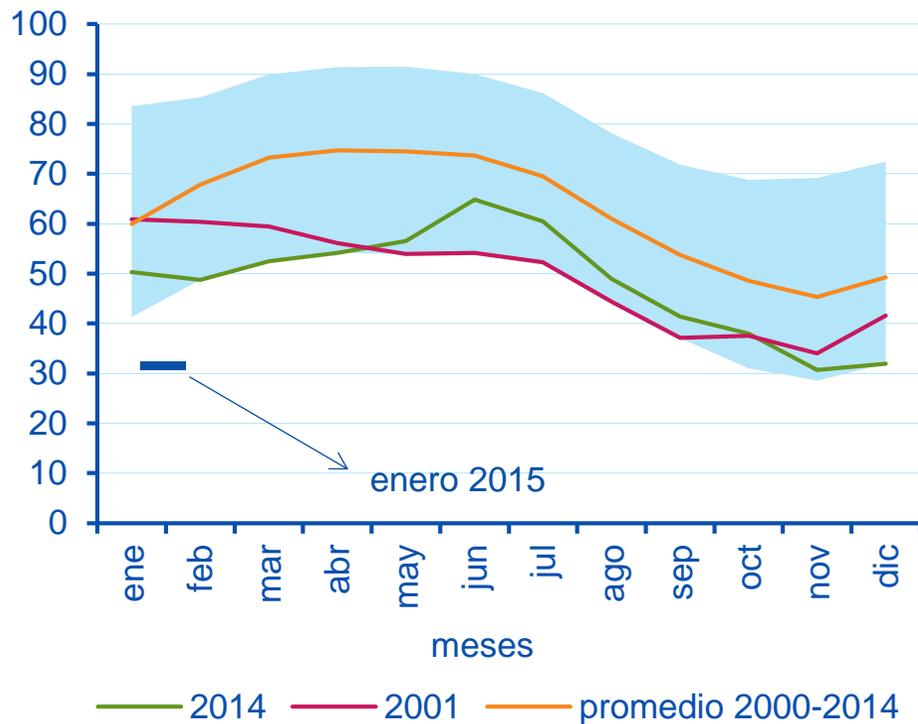
El impacto sobre las inversiones será importante.

La pérdida del grado de inversión podría tener un efecto contagio sobre otros activos. Además, los efectos políticos son inciertos pero potencialmente elevados.

Riesgos hacia adelante: escasez de agua y electricidad

Nivel de los embalses (% de la capacidad de almacenamiento)

Fuente: BBVA Research y ONS



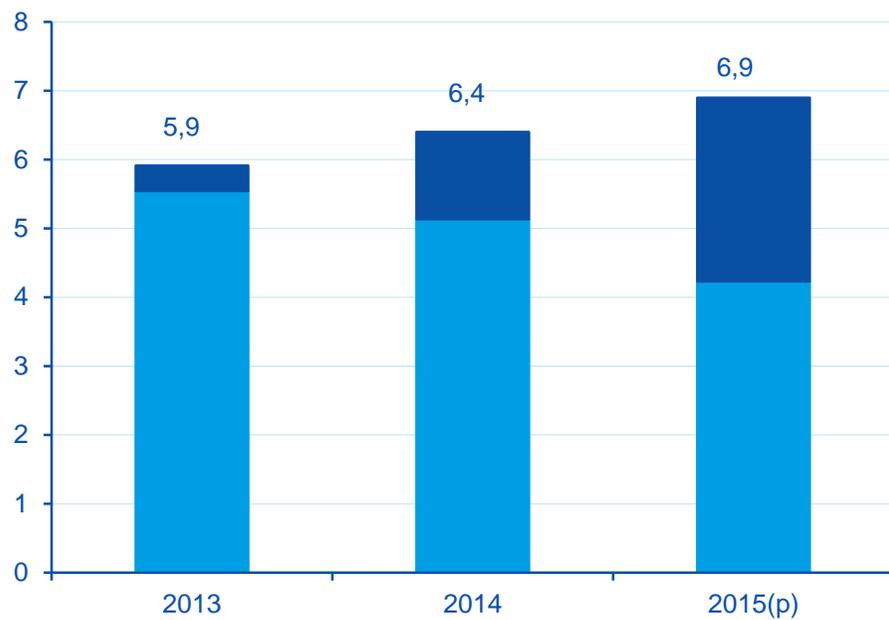
Los embalses del país se encuentran en niveles preocupantemente bajos, como consecuencia de un régimen de lluvias desfavorable y del retraso en las inversiones para aumentar la capacidad generadora.

En caso el país se vea forzado a adoptar un racionamiento de electricidad, el crecimiento del PIB sería alrededor de 1 p.p. inferior al estimado

El aumento de los precios administrados mantendrá la inflación bajo presión

Brasil: Contribución de los precios libres y de los administrados a la inflación anual (p.p.)

Fuente: BBVA Research e IBGE



■ Precios libres ■ Precios administrados

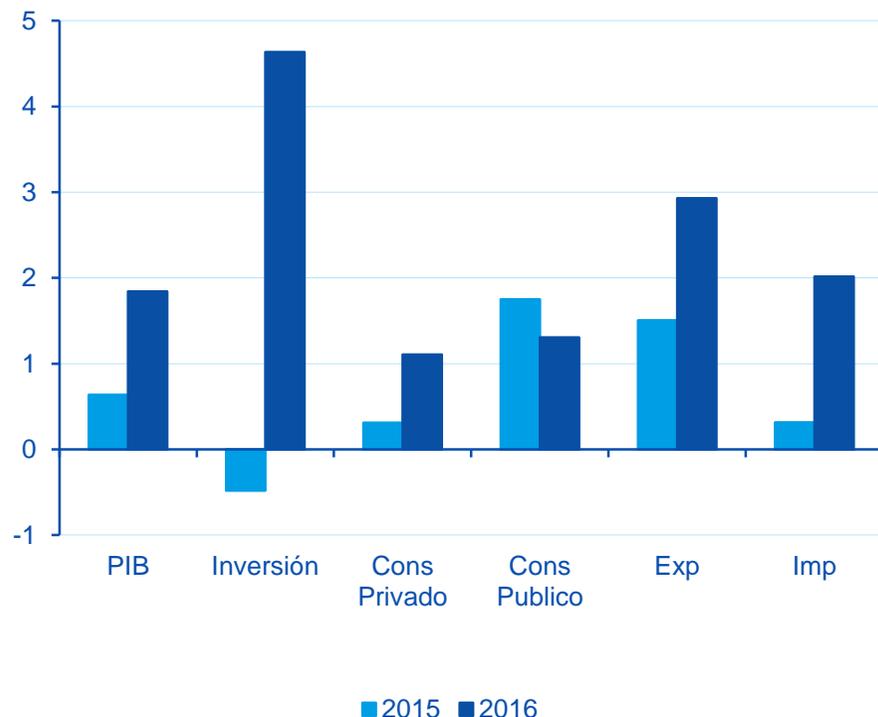
No hay espacio fiscal para continuar manteniendo los precios administrados en niveles artificialmente bajos

Además, la inflación también aumentará por el aumento de impuestos y la depreciación cambiaria

El entorno macroeconómico mejorará en 2016

Brasil: crecimiento del PIB y sus componentes (%)

Fuente: BBVA Research e IBGE



El impacto contractivo del ajuste de la política económica y de los shocks que actualmente frenan la actividad tienden a concentrarse en 2015 y a moderarse en 2016.

El efecto del ajuste de la política económica sobre la confianza y de la depreciación cambiaria sobre las exportaciones será mayor en 2016

Esperamos que el PIB suba 1,8% en 2016. Además, la inflación se moderará hasta 5,5% ya que gran parte de las correcciones en los precios administrados y en el tipo de cambio ya habrán sido realizadas.

Todos los factores apuntan a un tipo de cambio del real más débil

Brasil: Tipo de cambio nominal y tipo de cambio real (a precios actuales): BRL per USD

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



Persiste la turbulencia en los mercados financieros y cambiarios. El real se depreció 20% en los últimos 3 meses y 43% desde agosto de 2014.

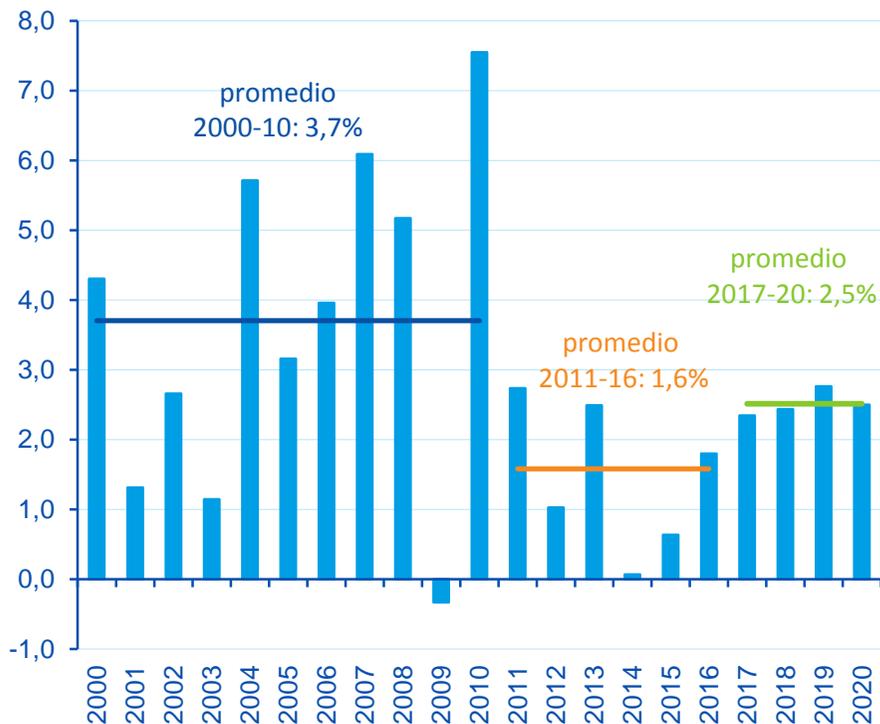
La depreciación es fruto de la necesidad de recuperar la competitividad, mayor déficit en cuenta corriente, de la caída de los términos de intercambio, de la mayor percepción de riesgo y de la apreciación del dólar

La depreciación continuará. Esperamos que el tipo de cambio se mantenga en 2015 y 2016, alrededor de 3,3.

En el largo plazo el ajuste y la depreciación del tipo de cambio permitirán un crecimiento alrededor del 2,5%. Un crecimiento más alto requiere reformas.

Brasil: Crecimiento del PIB (%)

Fuente: BBVA Research y Bloomberg



El ajuste económico y un real más depreciado estimularán una recuperación limitada del crecimiento hasta el nivel potencial (2,5%).

Un crecimiento más elevado requiere reformas para aumentar el ahorro / la inversión y la productividad (por ejemplo: reforma tributaria y reforma de la seguridad social)

En el actual entorno, estas reformas son improbables.

Principales mensajes

- 1 La economía brasileña ha acumulado importantes distorsiones en los últimos años.** Ha habido un deterioro de las cuentas públicas, presiones inflacionarias y el déficit externo ha aumentado fuertemente. Esto impulsado por un aumento del endeudamiento y la pérdida de competitividad externa.
- 2 El aumento de las distorsiones y la pérdida de credibilidad de las políticas económicas han forzado un ajuste económico.** El gobierno está adoptando una política fiscal y monetaria más restrictivas. Pero sigue existiendo el riesgo de que el ajuste no tenga el respaldo político necesario.
- 3 El impacto del ajuste y otros factores internos y externos mantendrán la economía estancada en 2015.** Además, la inflación seguirá elevada este año (próxima al 7%). El entorno económico debe mejorar ligeramente en 2016.
- 4 En el largo plazo el ajuste y la depreciación del tipo de cambio permitirán un crecimiento alrededor de 2,5%.** Un crecimiento más alto requiere reformas que hoy lucen poco probables.

Brasil 2015: un año de estancamiento e inflación elevada

Juan Ruiz

BBVA Research | Economista Jefe para América del Sur

Anexo: Previsiones BBVA para Brasil

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% , interanual)	2,5	0,1	0,6	1,8
Inflación (% a/a, fin de periodo)	5,9	6,4	6,9	5,5
Tipo de cambio (frente al USD, fin de periodo)	2,34	2,66	3,20	3,30
Tipos de interés (% , fin de período)	10	11,75	12,50	11,50
Consumo privado (% a/a)	2,6	0,8	0,3	1,1
Consumo público (% a/a)	2,0	2,0	1,8	1,3
Inversión fija (% a/a)	-5,1	-6,5	-0,5	4,6
Exportaciones (% a/a)	2,5	1,9	1,5	2,9
Importaciones (% a/a)	8,3	0,7	0,3	2,0
Saldo fiscal (% PIB)	-3,3	-6,7	-4,4	-3,6
Cuenta corriente (% PIB)	-3,6	-4,2	-4,0	-3,4

Fuente: BBVA Research