

# Situación Brasil

Tercer trimestre 2015

Unidad de Economías Emergentes

- La actividad económica se contraerá fuertemente en 2015 y luego se estancará en 2016. Según nuestras previsiones el PIB caerá un 1,5% este año y solo crecerá un 0,5% el próximo año. El crecimiento potencial de la economía de Brasil a largo plazo se sitúa en torno al 2,2%, por debajo de lo que se había estimado anteriormente.
- La inflación seguirá bajo presión. El efecto de la contracción en la demanda interna se compensará con el ajuste al alza de los precios regulados y los factores de inercia. La importante depreciación de la moneda también ejercerá presiones sobre la inflación, aunque no hay pruebas de que un tipo de cambio más alto repercuta en los precios.
- El ajuste monetario ha terminado, pero el ajuste fiscal todavía tiene un largo camino por recorrer. La incertidumbre que permanece sobre este segundo ajuste, debido en gran parte a la crisis política, mina las perspectivas de recuperación de la actividad y deja a Brasil al borde de perder el grado de inversión.

## Índice

<b>1</b>	<b>Resumen</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Entorno global: moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes</b>	<b>5</b>
<b>3</b>	<b>Los mercados financieros brasileños se han visto golpeados por la crisis política, el deterioro económico y otros factores externos</b>	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>La economía brasileña se contraerá fuertemente en 2015 y se estancará en 2016; la inflación seguirá bajo presión</b>	<b>9</b>
	Recuadro 1: El PIB potencial a largo plazo de Brasil se calcula en un 2,2%	15
	Recuadro 2: ¿Ha cambiado la transmisión de movimientos en el tipo de cambio a precios en Brasil?	16
<b>5</b>	<b>El ajuste monetario ha terminado, pero el ajuste fiscal todavía tiene un largo e incierto camino por recorrer</b>	<b>18</b>
<b>6</b>	<b>El entorno doméstico favorece un ajuste de la cuenta corriente de cara al futuro</b>	<b>21</b>
<b>7</b>	<b>Tabla de previsiones</b>	<b>23</b>

**Fecha de cierre: 11 de agosto de 2015**

# 1 Resumen

**El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, hasta el 3,4%.** La economía mundial se recuperaría después en 2016, con un crecimiento del 3,8%. Las economías desarrolladas siguen mostrando expectativas de crecimiento favorables, lo que ayuda a limitar el impacto de la desaceleración de los países emergentes.

**Los mercados financieros brasileños se han visto golpeados por la crisis política, el deterioro económico y otros factores externos.** El resultado de las turbulencias ha sido una depreciación del 14% en el tipo de cambio, una contracción del 12% en los mercados bursátiles y un incremento de 36 pb en los diferenciales de deuda en los tres últimos meses. Entre los factores que han impulsado esta corrección están el fuerte deterioro económico y sobre todo la convulsión política, que se caracteriza por los efectos derivados del escándalo de corrupción de Petrobras, el deterioro de la relación entre los poderes ejecutivo y legislativo y la pronunciada caída de las tasas de aprobación de la presidenta Dilma Rousseff. En este contexto, S&P ha revisado la perspectiva de calificación del país, que ha pasado de "estable" a "negativa" y Moody's ha bajado la calificación de Brasil a Baa3, lo que significa que el país podría ver en breve que se le retira el grado de inversión. En lo que respecta a los factores externos, destacamos el inminente comienzo del ajuste monetario en EE. UU., las preocupaciones por la economía china y la caída de los precios de las materias primas.

**La economía brasileña se contraerá fuertemente en 2015 y se estancará en 2016.** El pronunciado deterioro de los indicadores de confianza y de los mercados de trabajo son algunos de los indicios que apuntan a que el PIB se contraerá fuertemente, en torno a un 1,4% t/t en el 2T15, después de una caída del 0,2% t/t en el 1T15. El resultado más probable es que la economía continúe en recesión, al menos durante el tercer trimestre, y que el PIB caiga al 1,5% en 2015. Lo peor de la crisis actual debería haber quedado atrás en 2016, al menos si la situación política deja de deteriorarse y si el gobierno se las arregla para evitar un nuevo empeoramiento de las perspectivas fiscales. Aunque no esperamos un pronunciado punto de inflexión en la economía el próximo año, hay algunos factores (mejor entorno externo, moderación de la inflación, fin del ajuste monetario e impacto atrasado de la depreciación del cambio monetario en las exportaciones netas) que apoyará el surgimiento de un escenario menos negativo en el que el PIB podría crecer un 0,5%. Dados los malos resultados macroeconómicos de los últimos años, la falta de planes para aumentar la productividad y la inversión y el envejecimiento gradual de la población, ahora se calcula que el crecimiento potencial a largo plazo será de tan solo un 2,2%.

**Se prevé que la inflación seguirá bajo presión.** El efecto de la contracción en la demanda interna se compensará con el ajuste al alza de los precios regulados (en 2015) y los factores de inercia (sobre todo en 2016). La importante depreciación de la moneda también ejercerá presiones sobre la inflación (tanto en 2015 como en 2016), aunque no hay pruebas de que un tipo de cambio más alto repercuta en los precios. Según nuestras previsiones, la inflación cerrará 2015 en el 8,9% y empezará a desacelerarse en la primera mitad de 2016, cuando el efecto del ajuste implementado en los precios regulados a comienzos de 2015 empiece a desaparecer. Después cerrará 2016 en el 5,3%.

**El ajuste monetario, mayor de lo esperado, ha concluido.** El siguiente ciclo de flexibilización todavía está lejos (segundo trimestre de 2016) y no será tan agresivo como los anteriores.

**Los obstáculos económicos y políticos inducen a una adopción más gradual del ajuste fiscal, lo que dificulta la recuperación de la confianza y deja al país al borde de perder el grado de inversión.** Debido al impacto de la contracción de la demanda interna en los ingresos públicos y de los problemas para conseguir que el Congreso apruebe alguna medida fiscal, el gobierno redujo sus objetivos primarios al

0,15% del PIB en 2015, al 0,7% en 2016, al 1,3% en 2017 y al 2,0% en 2018 (en comparación con los objetivos que se habían marcado previamente: el 1,1% en 2015 y el 2,0% a partir de 2016). Creemos que los objetivos de 2015 y 2016 se alcanzarán, pero eso no impedirá que las cuentas fiscales se deterioren. Será difícil que el gobierno pueda evitar la pérdida del grado de inversión.

**El tipo de cambio se mantendrá más depreciado en el futuro de lo que ha estado en los últimos años.**

Se prevé una media de 3,2 reales por dólar estadounidense en 2015 y de 3,4 en 2016, en comparación con los 2,4 reales de 2014. La depreciación de la moneda y la contracción de la demanda interna deberían reducir el déficit por cuenta corriente, que pasará del 4,5% en 2014 al 3,9% este año y al 3,1% en 2016.

## 2 Entorno global: moderación del crecimiento mundial y desaceleración acusada de las economías emergentes

El crecimiento mundial se revisa a la baja en 2015, al 3,4%. Éste se recuperaría en 2016 hasta el 3,8%

Después del bache del primer trimestre, el PIB mundial parece mostrar un mayor dinamismo en el segundo trimestre al hilo de la recuperación de EE.UU., la fortaleza del área euro y el mantenimiento del crecimiento chino en el 7% anual. Con todo, el PIB mundial habría crecido por debajo del 3% anual en el primer semestre del año, justificando la revisión a la baja de nuestro pronóstico de crecimiento para el conjunto de 2015 (3,4%, una décima menos que el contemplado en abril). En 2016, la economía mundial podría acelerar su ritmo de avance hasta alcanzar un crecimiento del 3,8% (Gráfico 2.1).

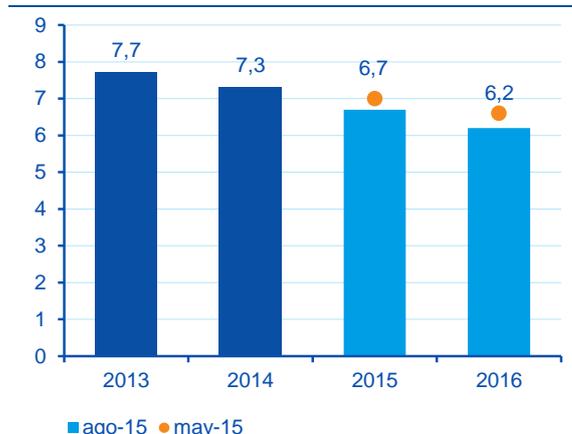
El bloque de economías desarrolladas continúa compartiendo expectativas de crecimiento favorables, contribuyendo a limitar el impacto que la desaceleración de las emergentes de mayor relevancia está teniendo en la actividad y el comercio mundiales. De hecho, mientras que el primer grupo podría crecer en 2015 a su ritmo más elevado desde 2010, superando ligeramente el 2% anual, el segundo volvería a moderar su crecimiento por quinto año consecutivo.

Gráfico 2.1  
**Crecimiento del PIB mundial (%) y contribuciones**



Fuente: BBVA Research y Haver

Gráfico 2.2  
**China, crecimiento del PIB, % a/a**



Fuente: BBVA Research

Además de la revisión a la baja de las previsiones de crecimiento económico, el contexto global se ha caracterizado en el último trimestre por la materialización de algunos de los eventos de riesgo señalados hace tres meses y cuya agudización podría frenar la recuperación mundial. El primero de ellos reside en el episodio de inestabilidad financiera en China ocasionado por la fuerte corrección de su bolsa de valores, en un escenario de moderación tendencial del crecimiento, muy intensivo en el recurso al endeudamiento, y un proceso de liberalización financiera en marcha. El segundo, e igualmente relevante, es la crisis griega y las dificultades existentes para alcanzar un acuerdo que asegure, en el corto plazo, el cumplimiento de los compromisos financieros del país y, a más largo plazo, la sostenibilidad de su deuda mediante reformas que aumenten la capacidad de crecimiento económico. La combinación de ambos eventos de riesgo, a la vez que se acerca la primera subida de tipos de interés de la Fed (que seguimos situando en septiembre), ha elevado las tensiones financieras a escala global, en particular, en forma de mayor volatilidad en los mercados bursátiles y de divisas, y con una intensidad superior en el área del euro y Asia.

## El bache de crecimiento en el primer semestre justifica una revisión a la baja de las previsiones de crecimiento en EEUU en 2015...

En EEUU, el PIB se contrajo en el primer trimestre y mostró un avance modesto en el segundo a tenor de la lectura de los indicadores disponibles de actividad y confianza. Esto justifica la revisión a la baja de la previsión de crecimiento para el conjunto de 2015, pudiendo situarse en el 2,5%, cuatro décimas inferior a la contemplada en abril. La incertidumbre sobre el comportamiento del ciclo económico en los próximos trimestres es ahora mayor teniendo en cuenta el impacto de la apreciación persistente del dólar sobre las exportaciones, la debilidad de la inversión privada y el deterioro del contexto global. Aun así, el PIB estadounidense podría crecer al 2,8% en 2016.

## ... al tiempo que la volatilidad financiera en China también reduce las previsiones de su crecimiento en 2015 y 2016

En China, es previsible que el ritmo de crecimiento económico se ralentice en los dos próximos trimestres debido al impacto del episodio reciente de tensiones financieras. Además del efecto negativo en la confianza de los agentes privados, también se puede dar un potencial retraimiento de las decisiones de consumo como consecuencia del descenso de la riqueza de los hogares. Pero, sobre todo, es previsible un deterioro de las condiciones de financiación empresarial, vinculado tanto a la suspensión de nuevas ofertas de acciones en el mercado bursátil como a la pérdida de valor del colateral en la obtención de préstamos bancarios. Es en estos factores en los que se sustenta la revisión a la baja del pronóstico de crecimiento de China para 2015 y 2016, hasta situarse en el 6,7% y 6,2% respectivamente (tres y cuatro décimas menos que en el escenario de abril, véase el Gráfico 2.2). La batería de medidas de estímulo adoptadas por las autoridades del país para evitar que el contagio al ciclo de actividad sea mayor explica que no se contemple un ajuste más intenso de la senda de crecimiento.

## La eurozona sigue recuperando el crecimiento, a pesar de la crisis Griega

La eurozona sigue mostrando un patrón de recuperación sostenida, con tasas de crecimiento trimestral del PIB del orden del 0,4% en los dos primeros trimestres del año. El mayor dinamismo de Francia e Italia se une a la fortaleza de Alemania y al avance del PIB español a ritmos próximos al 1% trimestral. La emergencia de algunos focos de riesgo con impacto diferencial en la región puede reducir ligeramente el crecimiento esperado para 2015 y 2016 pero, incluso así, los pronósticos siguen siendo positivos (+1,4% en 2015 y +1,9% en 2016, una y tres décimas inferiores a los de abril). Con todo, el reto más significativo reside en evitar cualquier duda sobre la irreversibilidad del proyecto de unión monetaria.

### 3 Los mercados financieros brasileños se han visto golpeados por la crisis política, el deterioro económico y otros factores externos

Las turbulencias han impuesto una depreciación del 14% en el tipo de cambio, una contracción del 12% en los mercados bursátiles y un incremento de 36 pb en los diferenciales de deuda en los tres últimos meses

Una serie de factores han provocado una nueva racha de turbulencias en los mercados financieros brasileños en los últimos meses. Los activos locales han pasado por importantes correcciones a la baja: i) el tipo de cambio, que estuvo entre los mercados más afectados, se depreció y alcanzó un nivel de más de 3,5 reales por dólar a principios de agosto, en comparación con los 3,05 reales de hace tres meses y los 2,3 reales de agosto de 2014; ii) el índice de renta variable BOVESPA ha perdido un 12% en los últimos tres meses y también un 12% en comparación con el inicio de 2014 y iii) el EMBI+ el diferencial soberano subió 36 puntos en los tres últimos meses, y ahora está en 317 pb, en comparación con los 230 pb de hace un año (Figura 3.1).

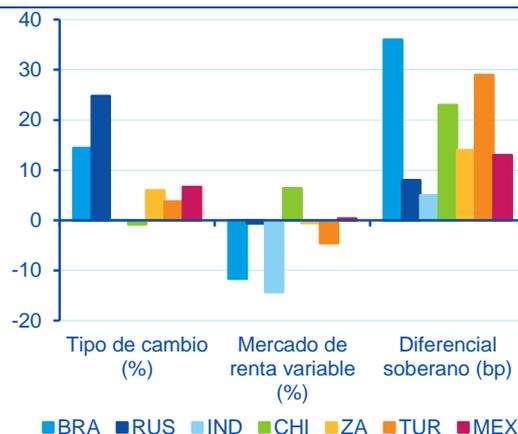
El hecho de que otros mercados emergentes hayan pasado también por importantes correcciones en los tres últimos meses indica que las turbulencias de los mercados financieros de Brasil estuvieron determinadas, al menos hasta cierto punto, por factores externos como la inminencia del inicio del ciclo de ajuste monetario en EE. UU., las preocupaciones por una moderación más pronunciada de la economía china así como por la reciente volatilidad de sus mercados bursátiles y por las correcciones a la baja de los precios de las materias primas en el último trimestre (petróleo: -19%, mineral hierro: -2%, soja: -1%)<sup>1</sup>.

Gráfico 3.1  
Mercados bursátiles (BOVESPA), diferenciales de deuda (EMBI +) tipo de cambio (USD/BRL). Índices Ene-2013=100



Fuentes: Datastream y BBVA Research

Gráfico 3.2  
Mercados financieros en países emergentes seleccionados: variaciones en los tres últimos meses\*



\* BRA: Brasil; RUS: Rusia; IND: India; CHI: China; ZA: Sudáfrica; TUR: Turquía; MEX: México.  
Fuentes: IBGE y BBVA Research

Sin embargo, las recientes pérdidas observadas en los mercados financieros brasileños han sido mayores que las de otras economías emergentes (véase la Figura 3.2 y, para una comparación con otros países de América Latina [Situación Latinoamérica 3T15](#)): en los últimos tres meses, los diferenciales de deuda

1: Para obtener más información sobre la reciente evolución de los mercados de materias primas, véase nuestro informe [Situación América latina 3T15](#).

brasileños fueron los que más aumentaron entre los países analizados (Rusia, la India, China, Sudáfrica, Turquía y México), el real brasileño se depreció más que la mayoría del resto de las monedas emergentes (solo el rublo ruso se depreció más) y el índice BOVESPA cayó más que ninguno excepto el índice bursátil de la India. Esto refuerza la opinión generalizada de que las turbulencias locales también son consecuencia de problemas idiosincráticos, principalmente de la inestabilidad política y de un fuerte deterioro económico, que se han alimentado mutuamente como mínimo desde el inicio del año.

En lo que respecta al entorno político, es importante destacar que los efectos derivados del escándalo de corrupción de Petrobras sobre importantes líderes tanto del sector público como del privado son uno de los principales impulsores de la elevada incertidumbre e inestabilidad política. En cierta medida, debido a la evolución de las investigaciones políticas sobre los presuntos episodios de corrupción, se ha producido un debilitamiento de la capacidad del gobierno para negociar con el Congreso, lo que ha puesto en peligro los esfuerzos de la presidenta Dilma Rousseff y del ministro de hacienda Joaquim Levy por implementar un ajuste fiscal (véase más abajo información adicional a este respecto). Además, los recientes escándalos de corrupción también han contribuido a erosionar los índices de aceptación del gobierno, que en este momento están en mínimos históricos (Figura 4.1). En este entorno, la especulación sobre la destitución de la presidenta Dilma Rousseff, un escenario que todavía consideramos improbable, ha ido tomando impulso.

En lo que respecta al deterioro económico, que describimos con detalle más abajo, es importante señalar la fuerte desaceleración de la demanda interna, el rápido deterioro de los mercados de trabajo y el impacto negativo que estas tendencias tienen en los ingresos fiscales.

En resumen, la incertidumbre de los entornos político y económico ha aumentado y ha propiciado la corrección a la baja de los mercados brasileños. Esta tendencia negativa se ha visto reforzada con la revisión de la perspectiva de calificación de Brasil de S&P, que ha cambiado de "estable" a "negativa" y con la decisión de Moody's de bajar la calificación del país de Baa2 a Baa3 (aunque con una perspectiva "estable" y no "negativa"). En la práctica, significa que Brasil, que ahora está solo un nivel por encima de los grados especulativos según las dos agencias de calificación, podría perder en breve el grado de inversión que obtuvo en 2008.

A pesar de la incertidumbre anormalmente elevada del entorno brasileño, es probable que la perniciosa dinámica económica y política siga introduciendo volatilidad en los mercados financieros locales. Entre otras razones para apoyar esta visión, señalamos el hecho de que la operación policial "Lava Jato" seguirá investigando los escándalos de corrupción relacionados con Petrobras en el futuro inmediatamente previsible. Además, y volviendo de nuevo al entorno externo, esperamos que los tipos de interés empiecen a ajustarse en EE. UU. ya en septiembre, lo que también generará cierta turbulencia en algunas economías emergentes como Brasil.

## 4 La economía brasileña se contraerá fuertemente en 2015 y se estancará en 2016; la inflación seguirá bajo presión

### Una fuerte contracción de la demanda interna lleva al país a la recesión

La economía se contrajo fuertemente en el segundo trimestre de 2015, después de registrar una caída moderada en el primer trimestre, de acuerdo con la mayoría de los indicadores.

Los índices de confianza, que ya estaban en niveles muy bajos al inicio del año, se han deteriorado aún más en los últimos meses, especialmente a partir de marzo. Tanto la confianza de las empresas como la de los consumidores están ahora en los niveles más bajos registrados en más de diez años. En cierta medida, el empeoramiento de la confianza está relacionado con la dinámica política negativa (escándalos de corrupción que afectan a los sectores público y privado, crecientes problemas del gobierno para negociar con el Congreso, etc.) que se ha descrito en la sección anterior, especialmente en los últimos meses. El índice de aprobación del gobierno ha caído del 40% a finales de 2014 a tan solo el 9% en junio, el peor resultado, con diferencia, en muchos años (Figura 4.1).

Las tendencias negativas que muestran la confianza y los indicadores de aprobación del gobierno están vinculadas sin duda a los resultados de la actividad económica. En este sentido, cabe observar que después de mostrar una solidez impresionante en los últimos años, los mercados de trabajo han empezado a deteriorarse considerablemente en los últimos meses (Figura 4.2). Si la fortaleza anterior era una señal de optimismo con respecto al futuro de la economía, el reciente empeoramiento puede utilizarse para apoyar la opinión contraria, es decir, que el optimismo con respecto al país se ha perdido.

La tasa de desempleo, que alcanzaba una media del 4,8% en 2014, se disparó al 6,9% en junio. Los salarios medios, que crecieron aproximadamente un 2,7% en términos reales en 2014 (e incluso más en los años anteriores) comenzaron a crecer en tasas negativas en términos reales en febrero (Figura 4.2).

Gráfico 4.1  
**Índices de confianza y tasa de aprobación del gobierno**



Fuentes: CNI, IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 4.2  
**Mercados de trabajo: tasa de desempleo y salarios reales**



Fuentes: IBGE y BBVA Research

En lo que respecta a los mercados de crédito, donde la tendencia a la moderación había comenzado hace unos años (debido a la desaceleración del crédito privado, desaceleración que solo se vio en los bancos

públicos desde mediados de 2014), la evolución reciente también respalda la visión de que la actividad económica se está deteriorando. No solo el ritmo de crecimiento del stock de crédito está ahora por debajo de la tasa de inflación, sino que los tipos de interés para préstamos también se están incrementando, entre otras razones por el agresivo ajuste monetario que el Banco Central de Brasil ha estado implementando (Figura 4.3).

Aunque el gobierno se ve en la actualidad forzado a adoptar un ajuste, tanto en la política monetaria como en la política fiscal (véase la Sección 5), lo que sin duda es uno de los principales factores que subyacen a la actual desaceleración de la economía, en los últimos meses ha anunciado un par de medidas para proporcionar algo de alivio a los mercados de trabajo y de crédito. Al inicio de julio el gobierno anunció una medida para intentar reducir los despidos aumentando la flexibilidad del número de horas trabajadas, y unos cuantos días después subió del 30% al 35% el límite superior de los préstamos de nómina como porcentaje de la renta personal.

Siguiendo con los factores domésticos que en la actualidad reducen el crecimiento, observamos que el aumento de la inflación y la depreciación del tipo de cambio han supuesto un choque de costes, tanto para los consumidores como para los productores. La parte positiva es que se han reducido los riesgos de corte de suministro energético gracias al aumento de las precipitaciones y a la contracción del consumo.

Aunque el entorno interno desempeña un papel muy importante en la actual desaceleración de la economía brasileña, hemos observado que el entorno externo tampoco está siendo favorable, sobre todo por el impacto negativo de la moderación de la economía china y, por consiguiente, de los mercados de materias primas.

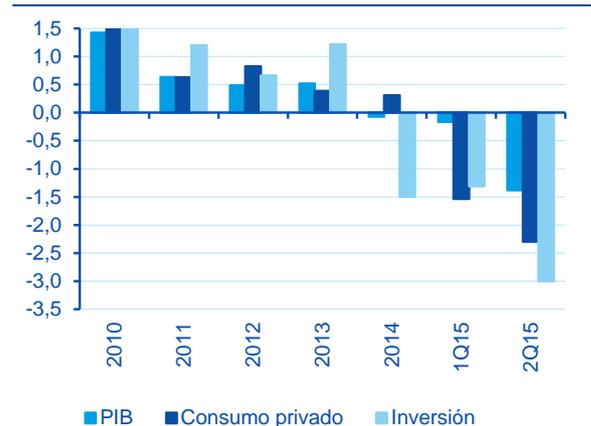
Teniendo en cuenta todos estos factores, se prevé que la economía se contraerá un 1,4% t/t en el segundo trimestre, en comparación con la contracción del 0,2% t/t experimentada en el primero. Un segundo trimestre consecutivo de crecimiento trimestral negativo significaría que el país está técnicamente en recesión.

Gráfico 4.3  
Mercados de crédito: stock de crédito y tipo de interés para préstamos



Fuentes: CNI, IPEADATA y BBVA Research

Gráfico 4.4  
PIB, consumo privado e inversión (crecimiento trimestral medio para 2010-14, 1T15 y 2T15, % t/t)\*



Fuentes: IBGE y BBVA Research

En términos de componentes del PIB, los principales motores de la contracción en los dos primeros trimestres del año fueron la inversión y el consumo privado (Figura 4.4). Este último, que representa dos tercios del PIB, cayó un 1,5% t/t en el primer trimestre y nuestras previsiones apuntan a una caída más significativa en el segundo trimestre, lo que reflejaría principalmente el deterioro del mercado de trabajo. Si

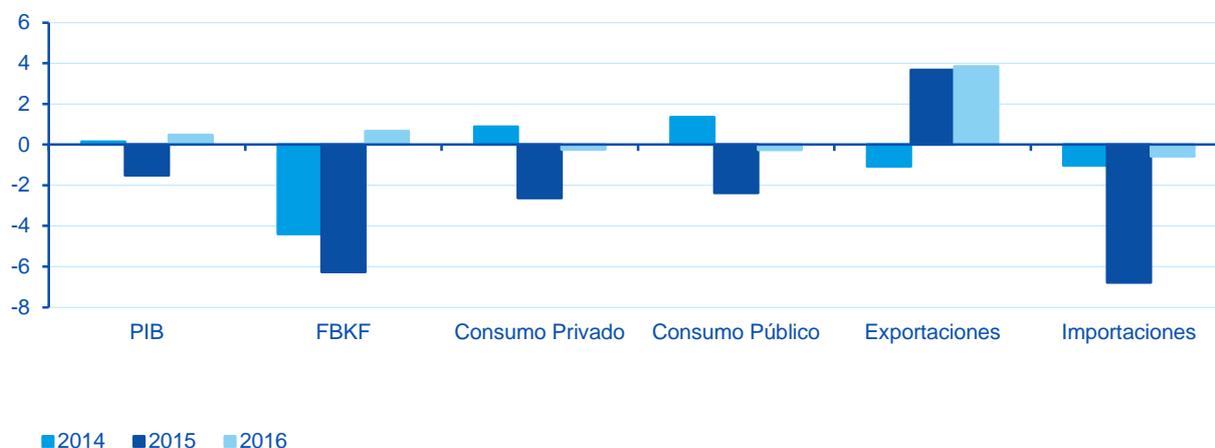
nuestras estimaciones resultan correctas, esta será la contracción más importante del consumo privado desde 1995. En lo que respecta a la inversión, se prevé que se contraiga por octavo mes consecutivo en el segundo trimestre. Entre otras razones, la contracción de la inversión que se prevé se debe al impacto de la baja confianza y al aumento de la incertidumbre, así como a la reducción de las inversiones de Petrobras tras los recientes problemas financieros a los que se ha enfrentado la compañía relativos a la inversión privada y al impacto del ajuste fiscal actual sobre la inversión pública. A diferencia de la muy negativa contribución de los componentes de la demanda interna al crecimiento del PIB, se prevé que la demanda externa contribuya positivamente en el segundo trimestre, como lo hizo en el primero, debido principalmente a la contracción de las importaciones.

### Se prevé que el PIB caerá un 1,5% en 2015 y que solo crecerá un 0,5% en 2016

Hasta ahora, todavía no hay claros indicios ni razones de peso para pensar que la economía se recuperará en la segunda mitad de 2015 después de la fuerte desaceleración de la primera parte del año. Por consiguiente, el resultado más probable es que la economía siga en recesión, al menos durante el tercer trimestre. Las turbulencias observadas tanto en el terreno político como en el financiero al inicio de la segunda mitad del año y los indicadores adelantados (como el de la confianza) del periodo reafirman la opinión de que la economía se deteriorará aún en lo que resta del año. No obstante, en los dos trimestres siguientes no se prevé que el PIB se contraiga de forma tan pronunciada como lo hizo en el segundo trimestre.

Basándonos en estas perspectivas, calculamos que el PIB se contraerá un 1,5% en 2015 (Figura 4.5). Por tanto, consideramos que la economía pasará por una corrección más importante que la que tuvimos que aplicar hace tres meses, cuando nuestra previsión era de -0,7%, aunque el crecimiento sorprendió al alza en el primer trimestre (observado: -0,2% t/t; previsión: -0,6% t/t), y pese a las perspectivas de un ajuste fiscal menos intenso este año (véase la Sección 5 para obtener más información sobre la política fiscal). El factor principal que subyace a esta revisión a la baja es la caída de la demanda interna, que es mayor de lo que se había previsto y se debe principalmente al empeoramiento de la confianza y al fuerte deterioro del mercado de trabajo, aunque una evolución menos positiva de la economía mundial (especialmente en China) también ha contribuido a ello.

Figura 4.5  
PIB y componentes (%)



Fuentes: IBGE y BBVA Research

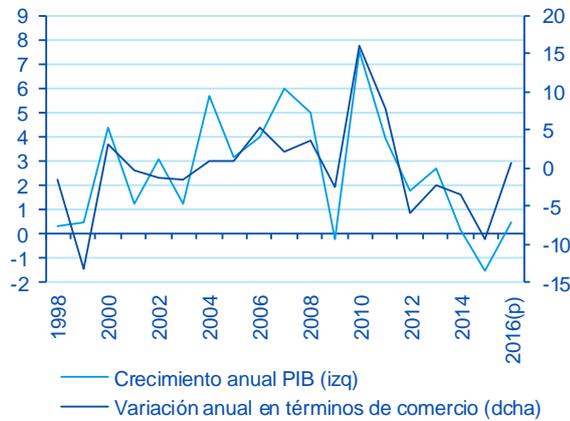
Lo peor de la crisis actual debería quedar atrás en 2016, al menos si la situación política deja de deteriorarse y el gobierno se las arregla para evitar que las perspectivas fiscales empeoren más (unas dinámicas políticas y fiscales negativas persistentes son los principales riesgos a la baja para nuestro escenario central). Aunque no esperamos una pronunciada inflexión de la economía el próximo año, hay algunos factores que respaldan la emergencia de un escenario menos negativo en el que la confianza deja de empeorar. Entre ellos, destacamos: i) la caída de la inflación, que esperamos que se produzca a partir del inicio del próximo año; ii) el posible fin del ciclo de ajuste monetario en julio de 2015 y el eventual ciclo de flexibilización el próximo año; iii) el impacto retardado de la actual depreciación del tipo de cambio sobre las exportaciones netas; iv) el aumento del crecimiento mundial al 3,8% en 2016 desde el 3,4% en 2015 (Sección 2) y v) la esperada estabilización de los precios de las materias primas y, en consecuencia, de los términos de intercambio de Brasil (Figura 4.6).

Hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento en 2016, situándolas en el 0,5% en comparación con el 1,8% anterior, pues consideramos que los factores mencionados anteriormente van a ofrecer menos apoyo del que habíamos previsto y el ajuste fiscal será más gradual, lo que implica que parte del control del gasto y del incremento de los ingresos se efectuará en 2016 y no en 2015. Y sobre todo, implica que la tarea del gobierno de recuperar la credibilidad de la política económica será más difícil (véase la Sección 5 para obtener más información). Por último, es importante destacar que los efectos estadísticos serán negativos en 2016: teniendo en cuenta nuestras previsiones para 2015, el PIB se contraería un 0,5% en 2016 si el PIB se mantiene estable (0,0% t/t) en cada uno de los trimestres del próximo año.

Se prevé que el consumo privado caerá aproximadamente un 0,3% en 2016, pues la actual desaceleración del mercado de trabajo continuará el próximo año, ya que normalmente reacciona con cierto retraso con respecto al ciclo económico (prevemos un incremento de la tasa media de desempleo del 4,8% en 2014 al 6,7% en 2015 y al 8,2% en 2016). No obstante, esta contracción no será tan notable como la que se prevé que ocurra este año (-2,6%). Se prevé que el consumo público mostrará un patrón de crecimiento similar (Figura 4.5) y que la inversión se mantendrá en líneas generales sin cambios después de una fuerte contracción en 2015 (en torno a -6,0%). Por tanto, después de contribuir muy negativamente al crecimiento en 2015 (-2,7 pp), la demanda interna seguirá contribuyendo de forma algo negativa (-0,1 pp) al crecimiento en 2016. En lo que respecta a las exportaciones netas, estas contribuirán de forma importante (+1,2 pp) al crecimiento de este año, sobre todo por la contracción de las importaciones, y en menor medida, por el crecimiento de 2016 (+0,6 pp) debido a una menor contracción de las importaciones y pese a que el rendimiento de las exportaciones será mejor.

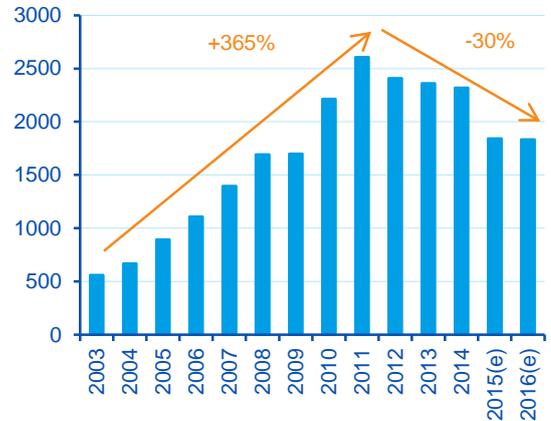
Según nuestras previsiones, a finales de 2016 el PIB brasileño medido en dólares se situará en aproximadamente 1.834.000 millones de USD, un 30% más bajo que en 2011, cuando llegó al máximo de 2.607.000 millones de USD debido a cinco años de escaso crecimiento y a la depreciación de la moneda (Figura 4.7). No es sorprendente que, dados los resultados macroeconómicos de los últimos años, la falta de un plan nacional para aumentar la productividad y la inversión y el envejecimiento gradual de la población brasileña, el crecimiento potencial a largo plazo se sitúe en torno al 2,2%, por debajo de los años precedentes y de lo que se preveía hace algún tiempo (véase el Recuadro 1 para obtener más información sobre las estimaciones del PIB de Brasil y de otros países de América Latina).

Gráfico 4.6  
**PIB y términos de intercambio (% crecimiento)**



Fuentes: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.7  
**PIB (USD, miles de millones)**



Fuentes: IBGE y BBVA Research

## Se prevé que la inflación siga bajo presión en torno al 9,0% en 2015 y al 6,0% en 2016, a pesar de la contracción de la demanda interna

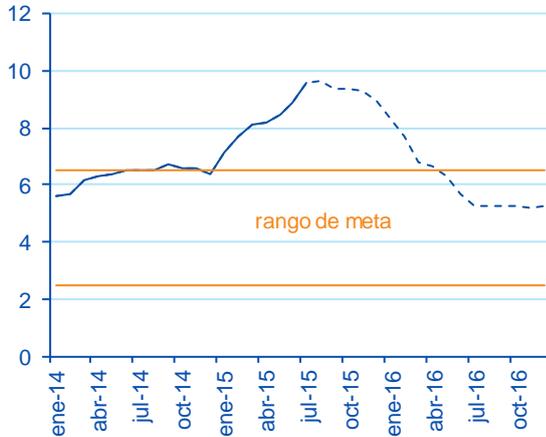
A pesar del impacto favorable de la desaceleración de la demanda interna sobre los precios, la inflación general muestra una clara tendencia al alza (Figura 4.8). En julio se incrementó por séptimo mes consecutivo y llegó al 9,6%, la tasa más elevada desde 2003 y 3,2 pp por encima del nivel observado a finales de 2014.

El principal factor que subyace al vertiginoso aumento de la inflación en los últimos meses es el ajuste al alza de los precios regulados, es decir, de los precios de los bienes y servicios regulados por el gobierno, que representan aproximadamente el 24% de la cesta de consumo. Después de permanecer durante algún tiempo en niveles artificialmente bajos, los precios regulados comenzaron a ajustarse a principios del año, dada la falta de margen fiscal para maniobrar. Otros factores, como las presiones de los costes sobre las empresas energéticas debido a los choques climáticos en los primeros meses del año, también contribuyeron a la revisión al alza de los precios regulados. Así, la inflación de los precios regulados se disparó al 15,9% en julio, desde el nivel del 5,5% a finales de 2014 (y del 1,5% en diciembre de 2013).

Aunque el principal culpable de la reciente escalada inflacionista es la inflación de los precios regulados, los aumentos de impuestos implementados al inicio del año, el impacto de unos costes más elevados (principalmente por las tarifas del agua y la electricidad) en los mercados alimentarios y los efectos de un tipo de cambio más débil también han contribuido (para obtener más información sobre esto último, incluida una discusión sobre el grado del efecto pass-through del tipo de cambio sobre los precios domésticos, véase el Recuadro 2). Según nuestros cálculos, más del 80% de las desviaciones inflacionistas con respecto a lo que se esperaba hace un año se debe a que los ajustes de los precios regulados han sido mayores de lo previsto.

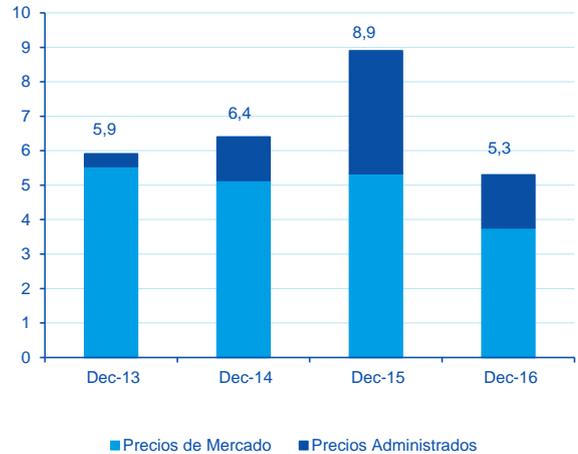
En cuanto a los precios no regulados, estos por lo general se han mantenido estables últimamente (un 7,7% en julio, en comparación con el 7,1% y el 7,9% en julio de 2014 y julio de 2013, respectivamente), a pesar de la fuerte desaceleración de la demanda interna y del reciente deterioro de los mercados de trabajo nacionales.

Gráfico 4.8  
**Inflación (% a/a)\***



\* Previsiones de BBVA Research a partir de agosto de 2015.  
Fuentes: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.9  
**Aportación del mercado y de los precios regulados a la inflación anual (pp)\***



\* Previsiones de BBVA Research para dic. 2015 y dic. 2016  
Fuentes: IBGE y BBVA Research

Dado que la mayoría de los procesos de reorganización de los precios regulados ha concluido, esperamos que la inflación pierda algo de fuelle a partir de septiembre y cierre el año en el 8,9%. La tasa de inflación se desacelerará después de forma más significativa durante la primera mitad de 2016, cuando el efecto del ajuste en los precios regulados, implementado a comienzos de 2015, empiece a desaparecer. Además, la contracción de la demanda interna y la fuerte desaceleración de los mercados de trabajo, harán bajar la inflación al 5,3% a finales de 2016. Sin embargo, los efectos de la fuerte depreciación del tipo de cambio y la fortaleza de los factores de inercia jugarán en contra de la moderación de la inflación el próximo año. En cuanto a esto último, vale la pena recordar que el salario mínimo, que sigue siendo un valor de referencia importante para los mercados de trabajo locales, se revisará aproximadamente un 9% al alza a comienzos de 2016<sup>2</sup>. Teniendo en cuenta todos estos factores, prevemos que la inflación llegará al 5,3% a finales de 2016, un nivel mucho más bajo que la inflación de 2015, pero todavía por encima del objetivo de inflación del 4,5% (Figura 4.9).

2: La ley establece que el ajuste del salario mínimo en un año determinado es igual a la inflación del año anterior más el crecimiento del PIB de hace dos años. Dado que se prevé que la inflación llegará al 8,9% en 2015 y teniendo en cuenta que el PIB creció un 0,1% en 2014, se llega a la cifra del 9,0%.

### Recuadro 1: El PIB potencial a largo plazo de Brasil se calcula en un 2,2%

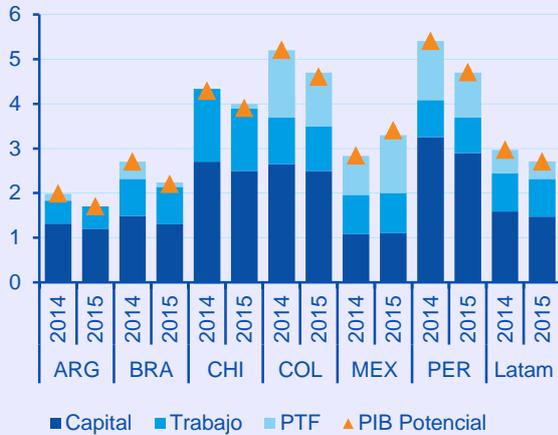
Hemos revisado nuestras estimaciones del producto potencial y de las aportaciones de sus diversos elementos, es decir, capital, trabajo y productividad total de los factores (PTF), para Brasil y para otras economías de América Latina. Los resultados indican un PIB potencial a largo plazo, definido aquí como el promedio del PIB potencial para el periodo 2016-20, del 2,7% para América Latina, por debajo de la estimación del 3,0% que hicimos hace un año (B.1.1). Revisamos a la baja nuestras estimaciones de PIB potencial a largo plazo en todos los países de América del Sur que hemos considerado: Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú, a diferencia de México, donde hemos revisado nuestras estimaciones al alza. Entre los datos relevantes se incluyen las revisiones a la baja en Perú (-0,7 pp), Colombia (-0,6 pp) y Brasil (-0,5 pp) y, por el contrario, una revisión al alza en el caso de México (0,6 pp).

aumentar la acumulación de capital y la productividad durante los años de prosperidad. También observamos que, en términos de componentes del PIB potencial, el principal determinante de la revisión a la baja en los países de América Latina han sido las peores perspectivas de evolución de la PTF y en segundo lugar, la baja aportación prevista del capital.

En el caso de Brasil, el crecimiento potencial a largo plazo se estima en el 2,2% (Figura B.1.2), 0,5 pp por debajo de la estimación que obtuvimos hace un año (-0,3 pp, debido a las estimaciones más bajas de la PTF y -0,2 pp debido a la revisión a la baja de la aportación del capital).

Nuestras estimaciones muestran que el crecimiento potencial anual se mantendrá relativamente estable en Brasil en el futuro (Figura B.2.2), por debajo de los niveles del pasado reciente. Nuestra estimación actual del PIB potencial refleja los problemas estructurales que han minado la economía en los últimos años y nuestra visión de que la mayoría de ellos no se resolverán en el futuro próximo.

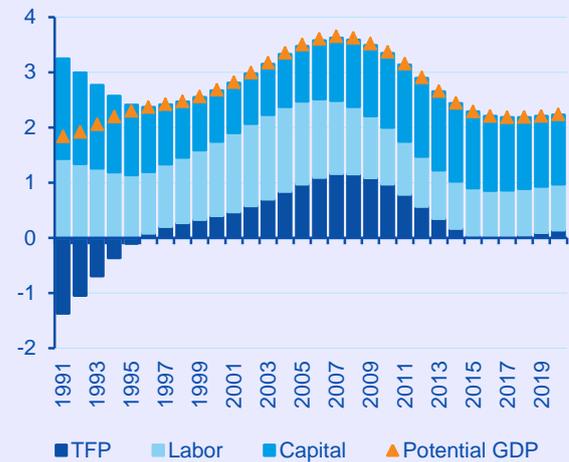
Gráfico R.1.1  
**Crecimiento a largo plazo (% anual promedio de 2016 a 2020; 2015 en comparación estimación de 2014)**



Fuente: BBVA Research

En general el producto potencial es ahora más bajo de lo que se estimaba anteriormente por razones entre las que se incluyen el entorno externo menos favorable y la incapacidad de implementar reformas y otras medidas para

Gráfico R.1.2  
**Brasil: producto potencial y aportaciones**



Fuente: BBVA Research

3: Para obtener información sobre revisiones anteriores, véanse nuestros informes: Situación LATAM 3T13 y Situación LATAM 3T14.  
4: Para evaluar el potencial del crecimiento a largo plazo, es decir, el PIB potencial, hemos estimado una función de producción en la que el producto potencial de cada economía depende del stock de capital acumulado, de la mano de obra disponible, de la tasa de desempleo no aceleradora de la inflación (NAIRU) y de la productividad total de los factores (PTF), que puede entenderse como la eficacia con la que se combinan los factores de capital y mano de obra.

## Recuadro 2: ¿Ha cambiado la transmisión de movimientos en el tipo de cambio a precios en Brasil?

Mientras que por un lado la inflación ha sorprendido al alza en Brasil en los últimos meses, por otro lado el tipo de cambio se ha depreciado mucho últimamente. La simultaneidad de estos dos fenómenos plantea la cuestión de si están relacionados o no. En particular, podría darse el caso de que las sorpresas alcistas de la inflación se deban, en cierta medida, a una mayor repercusión del tipo de cambio en los precios. Para analizar cómo han contribuido las variaciones del tipo de cambio en las recientes sorpresas de la inflación en Brasil y contrastar empíricamente si se ha producido recientemente un aumento del efecto pass-through, hemos llevado a cabo dos ejercicios empíricos: el primero una estimación de la curva de Phillips utilizando el método MC2E (mínimos cuadrados en dos etapas) y el segundo un VAR con coeficientes variables de tiempo (TVC-VAR por sus siglas en inglés).

En el primer caso, se supone que la inflación del mercado (que excluye del IPC general los productos y servicios cuyos precios están regulados por el gobierno) está determinada por la inflación del mercado en el pasado, las expectativas de inflación, la brecha de producto, los precios de las materias primas, las variables para controlar los choques de oferta y el tipo de cambio (USD/BRL). Utilizando datos trimestrales del 1T99 al 2T15, hemos hallado resultados prácticamente idénticos en la respuesta de la inflación a los movimientos del tipo de cambio que los encontrados en las estimaciones con datos hasta el 1T14, lo que indica que no ha habido cambios en el coeficiente del efecto pass-through en el último año y, por consiguiente, sigue sin estar por encima del 5%.

En el segundo modelo, hemos usado datos mensuales desde Ene-00. Las estimaciones realizadas usando datos hasta mayo de 2015 se compararon con las obtenidas con datos hasta mayo de 2014. Hemos incluido las siguientes variables como endógenas: un índice de actividad económica (el IBC-Br del BCB), el tipo Selic, el tipo de cambio frente al dólar y el índice de precios (general o precios de mercado). Como variables exógenas incluimos la producción industrial de EE. UU., el tipo de los fondos de la Fed, el índice de precios al consumo de EE. UU. y un índice de precios de las materias primas. Los resultados indican que la respuesta de la depreciación anual en la inflación de los precios de mercado se ha mantenido prácticamente sin cambios a lo largo del pasado año (Figura B.2.2), y está entre el 3% y el 5% (el impacto de mayo de 2015 está dentro del rango de confianza de mayo de 2014, como se muestra en la Figura B.2.2). Cuando utilizamos el índice general (incluidos los bienes administrados por el gobierno) en vez de la inflación de mercado, el efecto pass-through cae ligeramente, del 5% al 2% en el último año (Figura B.2.2). En cualquier caso, damos menos importancia a este último hallazgo, ya que interpretamos que esta caída es una consecuencia de la creciente presión de los precios regulados sobre la inflación en los últimos meses (es decir, el efecto pass-through tiene un poder de explicación más bajo debido a que los precios regulados desempeñan un papel más importante para explicar los movimientos de la inflación general).

Curiosamente, no hemos encontrado pruebas de respuesta asimétrica en el efecto pass-through del tipo de cambio: la respuesta parece no ser mayor en momentos de depreciación que en momentos de apreciación.

5: También se han observado sorpresas inflacionistas al alza y depreciaciones del tipo de cambio simultáneas en otros países de América Latina, por lo que ha merecido un análisis en el Recuadro 2 de nuestro informe Situación América Latina 3T15.

6: En este caso seguimos el modelo introducido por el BCB en su Informe sobre la Inflación del 2T15.

7: La razón para hacer el cálculo mediante un TVC-VAR es que con este método obtenemos la estimación de cada punto del tiempo, en vez de una media muestral como sucede con un VAR tradicional. El TVC-VAR permite que los coeficientes estimados cambien a lo largo del tiempo, para tener en cuenta los cambios que afectan a la relación entre las variables. El efecto pass-through del tipo de cambio se calcula como respuesta acumulada durante el primer año de inflación ante una variación del 1% en el tipo de cambio.

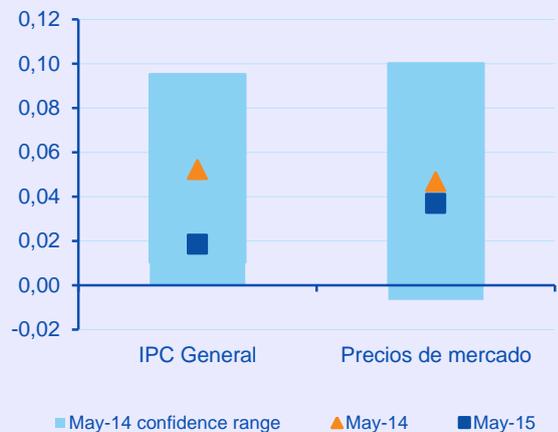
8: Para obtener más información véase la Sección 4.

Figura R.2.1  
**Respuesta de impulso acumulado del tipo de cambio a los precios de mercado.**



Fuente: BBVA Research

Figura R.2.2  
**Efecto pass-through del tipo de cambio acumulado en un año: muestra hasta mayo-14 frente a muestra hasta mayo-15**



Fuente: BBVA Research

### Conclusiones

En línea con nuestros dos ejercicios empíricos, hemos llegado a la conclusión de que el efecto pass-through de los tipos de cambio sobre los precios internos en Brasil está entre el 3% y el 5%. Además, no hemos encontrado apenas pruebas de que se haya producido un cambio importante en el coeficiente del efecto pass-through en el último año, lo que significa que las recientes sorpresas inflacionistas están probablemente relacionadas con otros factores (como una inflación mayor de lo previsto en los precios regulados).

Aunque últimamente hay algunos factores que pueden llevar el coeficiente del efecto pass-through a la baja (en su informe sobre la inflación del 1T15 el Banco Central de Brasil citó algunos de ellos: la debilidad de la actividad económica, la postura restrictiva de la política monetaria y una depreciación más baja del tipo de cambio efectivo multilateral en comparación con el tipo de cambio bilateral (USD/BRL)), la relativa estabilidad del coeficiente del efecto pass-through encontrada en nuestros modelos implica que hay otros factores que trabajan en la dirección contraria (como la magnitud de la actual depreciación del tipo de cambio y la percepción de que la depreciación es un fenómeno permanente más que temporal).

## 5 El ajuste monetario ha terminado, pero el ajuste fiscal todavía tiene un largo e incierto camino por recorrer

El ajuste monetario, mayor de lo esperado, ha concluido. El siguiente ciclo de flexibilización todavía está lejos y no será tan agresivo como los anteriores

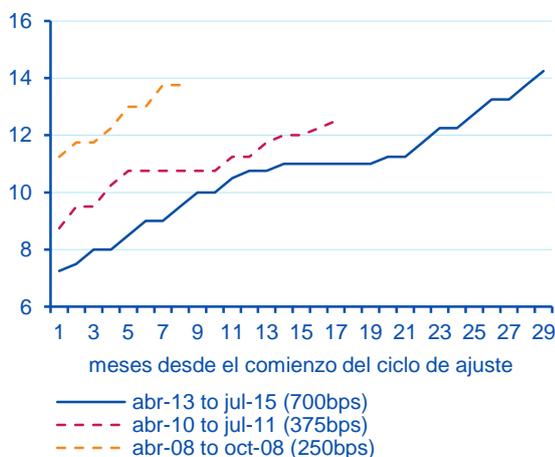
Después de ajustar los tipos de interés de referencia al alza en cada una de las reuniones sobre política monetaria desde abril de 2013, con la excepción de las tres reuniones que precedieron a las elecciones presidenciales de octubre de 2014, y de llevar el tipo Selic al 14,25%, el Banco Central de Brasil (BCB) indicó en julio que el ciclo de ajuste ya ha finalizado. Aunque la autoridad monetaria indicó que podría ajustar aún más las condiciones monetarias en caso de una nueva moderación de la política fiscal o de una depreciación adicional del tipo de cambio, en nuestra opinión, el tipo Selic se mantendrá ahora estable durante algún tiempo.

El reciente ajuste de la política monetaria no solo fue más largo que los anteriores, también fue mayor (Figura 5.1). El proceso de ajuste del tipo Selic, que creemos que terminó en julio, duró 28 meses y supuso un incremento de 700 pb en el tipo de referencia. Los dos ciclos anteriores, desde abril de 2010 hasta julio de 2011 y desde abril de 2008 hasta octubre de 2008, fueron más cortos (16 y 7 meses respectivamente) y de menor alcance (375 pb y 250 pb respectivamente).

En nuestra opinión, las principales razones para que el BCB haya adoptado una política monetaria más agresiva desde el inicio de 2013, y en especial en lo que va de este año hasta la fecha, son unas presiones inflacionistas mayores que en el pasado, la necesidad de compensar el fuerte deterioro fiscal y el deseo de recuperar la credibilidad perdida durante el último ciclo de flexibilización, que duró hasta septiembre de 2012, cuando se percibió que era más tolerante con respecto a la inflación.

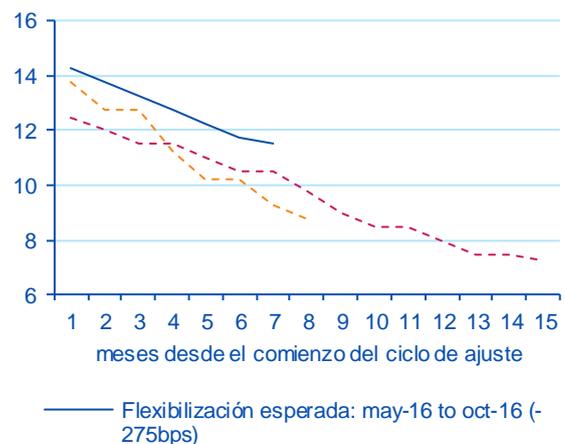
De cara al futuro, preveemos que el tipo Selic se mantendrá en el nivel actual del 14,25%, que es el más alto de los últimos diez años, y que la política monetaria se dejará en una postura restrictiva hasta el segundo trimestre de 2016. Para entonces esperamos que la inflación esté una vez más dentro del rango del 2,5-6,5%. Las expectativas con respecto a la inflación de 2017 son que estará cerca del 4,5%.

Gráfico 5.1  
Tipo Selic en los ciclos de ajuste (%)\*



\* Incluye el último ciclo de ajuste, que esperamos que haya terminado en julio de 2015 y los dos anteriores.  
Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.2  
Tipo Selic en los ciclos de flexibilización (%)\*



\* Incluye el ciclo de flexibilización cuyo inicio esperamos el próximo año y los dos anteriores.  
Fuentes: BCB y BBVA Research

Después de un ciclo de ajuste más agresivo, esperamos que el BCB inicie en 2016 un ciclo de flexibilización. En nuestra opinión, el próximo ciclo de ajustes del tipo Selic a la baja será más moderado que los anteriores (Figura 5.2), no solo porque la credibilidad sigue siendo un problema, sino también porque el ajuste de la política monetaria por parte de la Fed en EE. UU., la depreciación del tipo de cambio y los riesgos relacionados con un ajuste fiscal más gradual (incluido el riesgo de que el país pierda el grado de inversión) seguirán pesando en él.

Por último, vale la pena observar que el objetivo de inflación de 2017 se redujo a 3,0-6,0% desde 3,5-6,5%. En nuestra opinión, este ha sido un paso bien recibido para aumentar el compromiso del BCB para alcanzar el objetivo central del 4,5%. Es importante que el BCB siga centrándose en la recuperación y en mantener su reputación para luchar contra la inflación, y que el sistema de fijación de objetivos de inflación brasileño siga ajustándose de modo que permita una reducción del objetivo al 4,5%, que es mucho más alto que en otros países similares, en algún momento en el futuro.

### Los obstáculos económicos y políticos inducen a una adopción más gradual del ajuste fiscal, lo que dificulta la recuperación de la confianza y deja al país al borde de perder el grado de inversión.

Además de reafirmar la moderación del crecimiento del crédito de los bancos públicos y de adoptar la corrección necesaria en los precios regulados, se han implementado una serie de medidas en la primera mitad del año para reducir el gasto público y aumentar los ingresos fiscales (véase nuestro informe [Situación Brasil 2T15](#) para una revisión de dichas medidas). Como consecuencia de ello, el gobierno ha podido poner fin a la tendencia negativa del resultado primario. Después de un continuo deterioro desde finales de 2011 (cuando el superávit primario se situó en torno al 3,0% del PIB) hasta finales de 2014 (cuando el resultado primario llegó al -0,6% del déficit del PIB), el resultado fiscal primario se estabilizó en torno al 0,7% del PIB durante la primera mitad de 2015 (Figura 5.3).

Sin embargo, más que a estabilizar el resultado primario en niveles negativos, el gobierno se había comprometido a finales de 2014 a conseguir superávits primarios del 1,1% del PIB en 2015 y del 2,0% en 2016 y 2017. Su objetivo era abordar las preocupaciones por el pronunciado incremento de la deuda bruta del sector público, que había subido del 53,3% del PIB a finales de 2013 al 58,9% a finales de 2014, con el fin de restablecer la credibilidad en la política fiscal y de allanar el camino para una recuperación de la actividad económica.

En la práctica, sin embargo, el gobierno se enfrentó a dos obstáculos importantes para conseguir los objetivos fiscales. Por una parte, la desaceleración más pronunciada de lo previsto de la actividad económica generó ingresos fiscales inferiores a lo esperado. Por otra parte, el proceso de conseguir que el Congreso aprobara las medidas fiscales para aumentar los ingresos y recortar el gasto fue más duro de lo que el gobierno había previsto, debido al empeoramiento de la relación de la presidencia y el cuerpo legislativo en un entorno caracterizado por la rápida caída de los índices de aprobación de la presidenta Dilma Rousseff y las repercusiones del escándalo de cohecho de Petrobras.

Como consecuencia, el gobierno anunció una reducción de los objetivos de superávit primario, que se fijó en tan solo el 0,15% del PIB en 2015, el 0,7% en 2016, el 1,3% en 2017 y el 2,0% en 2018. De hecho, también se anunció que el objetivo de 2015 podría reducirse aún más y que podría haber un déficit de nuevo este año si el Congreso se niega a aprobar algunas de las medidas pendientes.

Aunque el cumplimiento de los objetivos reducidos sigue representando un ajuste de la política fiscal, implica que la deuda bruta pública aumentará más y durante más tiempo (solo se estabilizará después de 2018 por encima del 70% del PIB).

Con la adopción de un ajuste fiscal más gradual, el gobierno pone más presión en la política monetaria, se abstiene de abordar las preocupaciones sobre la evolución de su deuda y no consigue restablecer la credibilidad de su política fiscal, lo que, a su vez, hace que la recuperación de la confianza, y por tanto de la actividad económica, sea más difícil.

Después del anuncio de la reducción de los objetivos fiscales, la agencia de calificación S&P revisó la perspectiva que acompaña a su calificación de BB- y la cambió de "estable" a "negativa", y Moody's bajó la calificación soberana del país de Baa3 a Baa2, con perspectiva "estable".

Esperamos que los nuevos objetivos de superávit primario de 2015 y 2016 sí se alcancen. Sin embargo, los pagos de intereses aumentarán al 6,8% del PIB en 2015, en comparación con el 5,7% en 2014, debido a unos niveles del Selic más elevados y a los costes de hacer swaps de tipo de cambio de alrededor de 100.000 millones de USD durante un periodo de depreciación de la moneda. Luego bajarán hasta situarse en el 6,6% en 2016. Teniendo eso en cuenta, el déficit fiscal total aumentará del 6,2% del PIB en 2014 al 6,8% en 2015 y luego caerá al 5,7% del PIB en 2016, lo que todavía estará por encima de los déficits totales registrados entre 2002 y 2013 (Figura 5.4).

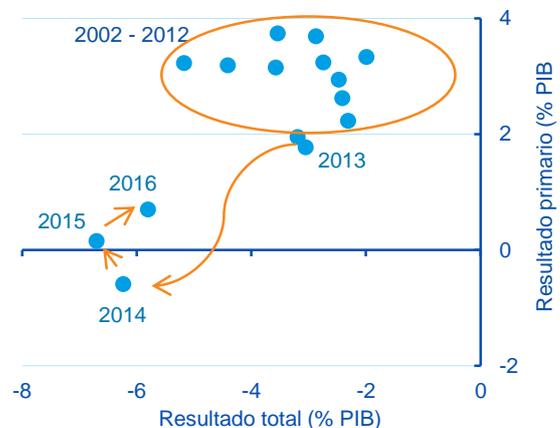
Desde nuestro punto de vista, será muy difícil que el gobierno evite perder el grado de inversión en el futuro. No solo no hay una mejora clara y sólida de las cuentas fiscales a la vista, sino que hay riesgos asociados económicos y sobre todo políticos que podrían acabar por determinar un deterioro de las cuentas fiscales mayor lo esperado en el futuro.

Gráfico 5.3  
**Superávit primario (% del PIB, acumulado en los últimos 12 meses)**



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.4  
**Resultado fiscal: principal y total (% del PIB)\***



\* Previsiones de BBVA Research para 2015 y 2016.  
Fuentes: BCB y BBVA Research

## 6 El entorno doméstico favorece un ajuste de la cuenta corriente de cara al futuro

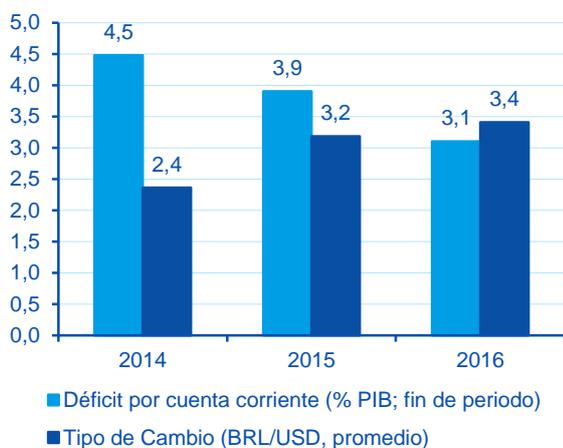
El tipo de cambio se mantendrá más depreciado en el futuro de lo que ha estado en los últimos años. Eso, y la contracción de la demanda interna, desencadenarán una reducción del déficit por cuenta corriente

El tipo de cambio podría apreciarse un poco en lo que queda de año, después de la vertiginosa depreciación observada en los últimos meses (véase la Sección 3 para obtener información sobre los recientes movimientos del mercado financiero). A pesar de ello, el real brasileño (BRL) se mantendrá de cara al futuro en un nivel mucho más débil que en el pasado: prevemos una media de 3,2 reales por dólar en 2015 y de 3,4 en 2016, en comparación con 2,4 reales en 2014, 2,2 en 2013 y 2,0 en 2012.

Tanto los factores externos como los internos respaldan esta opinión. En cuanto a los primeros, el ajuste monetario de EE. UU., que esperamos que comience en septiembre, contribuirá a la moderación de los flujos de capitales hacia Brasil en los próximos años (según nuestras estimaciones, los flujos hacia América Latina caerán en aproximadamente un 2% de su PIB en los dos próximos años) y depreciarán el BRL aún más. Otro factor externo que también favorecerá un tipo de cambio más débil es la moderación de la economía china, debido principalmente a su impacto en los precios de las materias primas. Aunque no esperamos que sigan cayendo más, es probable que se mantengan en niveles mucho más débiles que los observados hace unos años (véase nuestro informe Situación América Latina 3T15 para obtener más información sobre nuestras opiniones con respecto a los mercados de materias primas).

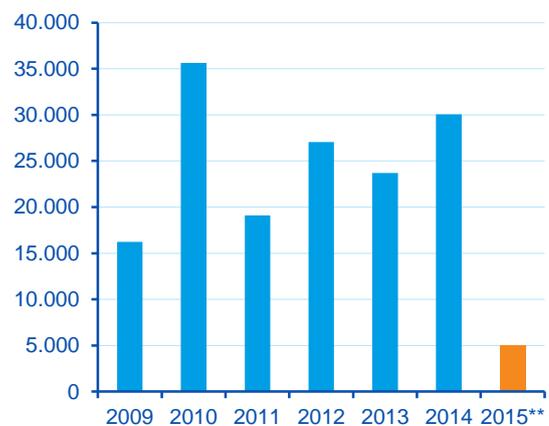
En cuanto a los factores externos que favorecen el debilitamiento del BRL, destacamos, además de la desaceleración económica y de la dinámica política negativa, la aparente falta de disposición de las autoridades locales para evitar la depreciación del tipo de cambio (los costes de efectuar swaps de tipo de cambio de 100.000 millones de USD, acumulados por el BCB desde finales de 2013 hasta principios de 2015, durante un periodo de depreciación del tipo de cambio impedirán hasta cierto punto nuevas intervenciones del BCB en los mercados de divisas). Y lo que es más importante, el país se enfrenta a la necesidad de abordar el problema de la competitividad del sector de la producción manufacturera para incrementar la aportación del sector externo al crecimiento del PIB y reducir el déficit por cuenta corriente.

Gráfico 6.1  
Tipo de cambio y cuenta corriente



Fuentes: BCB y BBVA Research

Gráfico 6.2  
Deuda brasileña emitida en mercados extranjeros (millones de USD)\*



\* Deuda emitida en monedas extranjeras por el Tesoro y por las empresas. \*\* Hasta el 7 de agosto.  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Algunos de estos últimos ajustes ya han comenzado. De hecho, el déficit por cuenta corriente cayó un 23% en la primera mitad de 2015, en comparación con el mismo periodo del año pasado. Aunque el tipo de cambio ha contribuido a esta corrección, su principal impulsor ha sido el impacto de la actual contracción de la demanda interna sobre las importaciones de bienes (-18% en el 1S15). En cuanto a las exportaciones, estas cayeron un 15% en la primera mitad del año, en comparación con los primeros seis meses de 2014, lo que revela que el respaldo de un BRL más débil es todavía insuficiente, en especial si tenemos en cuenta que los términos de intercambio de Brasil (es decir, la ratio entre sus precios de exportación y de importación) siguen cayendo.

De cara al futuro, esperamos que tanto la depreciación del tipo de cambio como la fuerte desaceleración de la demanda interna sigan determinando una moderación del déficit por cuenta corriente. En concreto, prevemos que caerá del 4,5% del PIB en 2014 y del 4,4% en junio de 2015 al 3,9% a finales de 2015 y al 3,1% en diciembre de 2016 (Figura 6.1). Este año, se prevé que la mayor parte de la corrección se producirá debido a la contracción de las importaciones, mientras que en 2016 también desempeñará un papel importante el comportamiento más favorable de las exportaciones.

Un menor déficit por cuenta corriente estará más en línea con la reducción que se prevé en la financiación externa en los próximos años, en un entorno en que la liquidez internacional no será como en el pasado. De hecho, esto ya ha estado sucediendo. Durante la primera mitad del año, la financiación externa total (según los datos de la balanza de pagos publicados por el BCB) cayó un 21%, con una destacada reducción del 32% en la inversión directa exterior (IED) en el país, que se situó en el 3,8% del PIB en junio. En lo que respecta a los flujos de capital, estos cayeron un 17% en la primera mitad del año, a pesar del importante incremento de los tipos de interés locales. La menor disponibilidad de financiación externa se pone en evidencia también en los volúmenes de emisión de deuda en los mercados extranjeros: solo 500 millones de USD en lo que va de año hasta principios de agosto, lo que representa un 17% del total emitido el año pasado (Figura 6.2).

## 7 Tabla de previsiones

Tabla 7.1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
<b>PIB (% interanual)</b>	2,7	0,1	-1,5	0,5
<b>Inflación (% a/a, fin de periodo)</b>	5,9	6,4	8,9	5,3
<b>Tipo de cambio (frente al USD, fin de periodo)</b>	2,34	2,66	3,34	3,49
<b>Tipos de interés (% fin de periodo)</b>	10,00	11,75	14,25	11,50
<b>Consumo privado (% a/a)</b>	2,9	0,9	-2,6	-0,2
<b>Consumo público (% a/a)</b>	2,2	1,3	-2,4	-0,3
<b>Inversión fija (% a/a)</b>	6,1	-4,4	-6,3	0,7
<b>Exportaciones (% a/a)</b>	2,1	-1,1	3,7	3,9
<b>Importaciones (% a/a)</b>	7,6	1,-0	-6,8	-0,6
<b>Saldo fiscal (% PIB)</b>	-3,1	-6,2	-6,8	-5,7
<b>Cuenta corriente (% PIB)+</b>	n.d.	-4,5	-3,9	-3,1

\* Serie de cuenta corriente revisada por el BCB, disponible a partir de 2014.

Fuente: BBVA Research

**AVISO LEGAL**

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

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

Alejandro Faci  
alejandro.faci@bbva.com

Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

Rodrigo Falbo  
rodrigo.falbo@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**  
Jorge Sicilia Serrano

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

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

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

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**Área de Economías Emergentes**

**Análisis Transversal de Economías Emergentes**  
Alvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

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

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

**Coordinación LATAM**  
Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

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

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

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

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

**Venezuela**  
Oswaldo López  
oswaldo.lopez@bbva.com

**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  
juan.cubero@bbva.com

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

**Innovación y Procesos**  
Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

### Datos de contacto:

**BBVA Research**  
Calle Azul, 4  
Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas  
28050 Madrid (España)  
Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00  
Fax: +34 91 374 30 25  
bbvaresearch@bbva.com  
[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)