

Situación Brasil

4º TRIMESTRE 2015 | UNIDAD DE AMÉRICA LATINA



01 La turbulencia política pone freno al ajuste fiscal y alimenta la incertidumbre, minando así la economía

02 Recesión más prolongada y más profunda: el PIB se contraerá considerablemente en 2015 y volverá a caer en 2016

03 Después de llegar al máximo en torno al 10 % a finales de 2015, la inflación se moderará en 2016, pero se mantendrá relativamente alta

04 Un tipo de cambio más depreciado permitirá que el déficit por cuenta corriente disminuya de forma significativa

Índice

1 Resumen	3
2 Entorno global: freno del crecimiento en 2015 y mejora limitada en 2016	5
3 La turbulencia política pone freno al ajuste fiscal	7
4 Recesión más larga y profunda; mayor inflación	10
Recuadro 1. Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre América Latina?	16
5 Un tipo de cambio más depreciado permitirá que el déficit por cuenta corriente disminuya de forma significativa	19
6 Tabla de previsiones	23

Fecha de cierre: 25 de Noviembre de 2015

1 Resumen

Entorno global: desaceleración del crecimiento mundial en 2015 y mejora limitada en 2016. El crecimiento mundial sigue repuntando, aunque con menos fuerza, por la debilidad de los mercados emergentes. Persiste la incertidumbre sobre las perspectivas de China a largo plazo (lo que provocó un incremento de la volatilidad de los mercados en julio-agosto), y el despegue de la Fed se ha retrasado hasta diciembre, con una desaceleración de la trayectoria de ajuste en 2016.

La turbulencia política pone freno al ajuste fiscal y alimenta la incertidumbre. La tasa de aprobación de la presidenta Dilma Rousseff ha caído hasta situarse tan solo en un 14 %, en comparación con el 48 % de hace un año, lo que aviva las turbulencias políticas. El gobierno ha tenido que enfrentarse a importantes obstáculos para conseguir que el Congreso aprobara la mayoría de sus propuestas, en concreto las relacionadas con la necesaria corrección de las cuentas fiscales. Además, tanto un deterioro peor de lo previsto en las cuentas fiscales de 2014 como el impacto de una recesión más pronunciada en los ingresos públicos minan el ajuste. Los objetivos fiscales se han revisado a la baja, lo que ha reafirmado la percepción de deterioro fiscal y ha provocado que S&P rebaje la calificación soberana de Brasil a bono basura. El ajuste fiscal de cara al futuro es probable que sea demasiado lento y demasiado suave como para evitar que los indicadores fiscales sigan empeorando. Se prevé que el déficit fiscal llegará al 9,1 % del PIB en 2015 y al 7,7 % del PIB en 2016, y la deuda pública bruta aumentará probablemente hasta llegar al 68 % del PIB este año y hasta el 72 % del PIB el año próximo. En este entorno, la consecuencia más probable es que, después de la rebaja de S&P a bono basura en septiembre, Brasil pierda el grado de inversión en una segunda agencia de calificación crediticia en los próximos meses.

Recesión más prolongada y más profunda: el PIB se contraerá considerablemente en 2015 y volverá a caer en 2016. El PIB cayó en el 1T15 y en el 2T15 y los datos de actividad recientes indican que el crecimiento seguirá en territorio negativo en la segunda mitad del año. Además del impacto de las turbulencias políticas y fiscales, la actividad económica se ve afectada por otros factores internos, como el tono más ajustado de las políticas monetaria y fiscal de este año en comparación con 2014, el impacto de la depreciación del tipo de cambio y del pronunciado ajuste de los precios regulados, además del efecto de los recientes escándalos de corrupción en Petrobras y en el sector de la construcción. Además, la fuerte reducción de los términos de intercambio, debido sobre todo a la moderación de la actividad económica en China, también desempeña un papel importante en la recesión actual. Se prevé que la actividad económica se contraerá un 2,5 % y un 0,5 % en 2015 y 2016 respectivamente. Una desaceleración más suave el próximo año debería ser la consecuencia de un efecto conjunto menos negativo de los factores señalados anteriormente, en especial de una reducción mucho menor de los términos de intercambio de Brasil. En cualquier caso, los riesgos para nuestras previsiones se inclinan a la baja, pues la evolución de los mercados de trabajo internos o de la economía china, por ejemplo, podría ser peor de que prevemos actualmente.

Mayor inflación; tipos de interés sin cambios. La inflación sigue su tendencia al alza, alimentada por unos ajustes mayores de lo previsto en los precios monitoreados. Según nuestras previsiones, cerrará el año en el 10,0 % y a partir de ahí se moderará gradualmente el próximo año, cuando el proceso de alineación de los precios regulados habrá concluido en su mayoría. De todos modos, la inercia y el efecto de una tasa de cambio más débil impedirán que la inflación converja en el objetivo del 4,5 % el próximo año. En nuestra opinión, la inflación cerrará 2016 en el 5,5 %. A pesar de sus desviaciones con respecto al objetivo, esperamos que el BCB también tenga en cuenta la debilidad de la actividad económica y deje los tipos de interés en el 14,25 % durante algún tiempo, al menos hasta mediados de 2016.

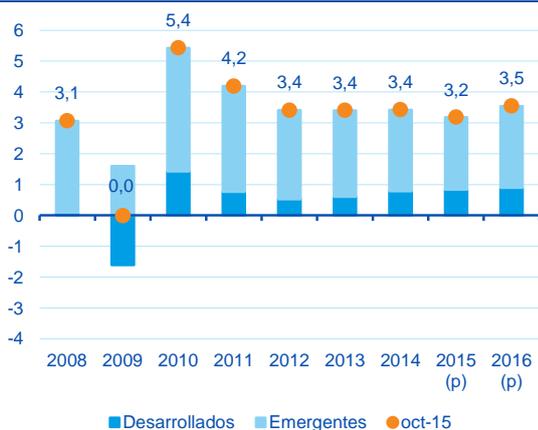
Un tipo de cambio más depreciado permitirá que el déficit por cuenta corriente disminuya de forma significativa. Los mercados financieros locales han experimentado recientemente turbulencias que solo son comparables con los episodios observados en 1999, 2002 y 2008, debido principalmente a las preocupaciones por la economía china y al fuerte deterioro fiscal. Aunque los mercados financieros se han calmado desde finales de noviembre, somos escépticos con respecto a la continuidad de la reciente tendencia alcista en los precios de los activos locales. Prevemos que el tipo de cambio cerrará a 4 reales por dólar en los próximos meses y será aproximadamente un 17 % más débil en 2016 que en 2015. La depreciación del tipo de cambio permitirá que el déficit por cuenta corriente se ajuste al nuevo entorno, que se caracteriza por la reducida disponibilidad de financiación externa. Nuestras previsiones son que el déficit por cuenta corriente caerá al 3,8 % y al 2,6 % del PIB en 2015 y 2016 respectivamente.

2 Entorno global: freno del crecimiento en 2015 y mejora limitada en 2016

Según nuestras estimaciones, el PIB mundial habría encadenado cuatro trimestres consecutivos de crecimiento inferior al registrado en promedio entre 2010 y 2014 debido, fundamentalmente, a la progresiva desaceleración de los principales países emergentes, en un contexto en el que las dudas sobre la fortaleza del ciclo económico y la estabilidad financiera de China desencadenaron un repunte significativo de las tensiones financieras y nuevas correcciones en los precios de las materias primas.

De este modo, el PIB mundial crecería 3,2% en 2015 (dos décimas menos de lo pronosticado hace tres meses), el más reducido desde 2009 (Gráfico 2.1) y con una moderación del crecimiento en las economías emergentes a apenas un 4% anual, frente a un promedio superior al 5,5% en los cinco años precedentes. Las perspectivas para 2016 son ligeramente más favorables, con un repunte del crecimiento mundial hasta el 3,5% (tres décimas por debajo del pronóstico del anterior trimestre), sustentadas en un mejor comportamiento relativo tanto de las economías desarrolladas como emergentes.

Gráfico 2.1
PIB mundial: crecimiento anual (%). Previsiones 2015-16



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Con todo, la estabilización del precio de las materias primas en cotas reducidas y el repunte sostenido de las tensiones financieras en las economías emergentes (Gráfico 2.2), acompañado de salidas intensas de capitales, depreciaciones acusadas de sus divisas y un aumento de los diferenciales soberanos, ponen de manifiesto que el balance de riesgos sigue siendo bajista a escala global. Aun cuando la política monetaria en los países desarrollados pueda mitigar el impacto de un escenario de menor crecimiento, el espacio del que dispone para reactivar el ciclo económico es reducido, teniendo en cuenta los bajos niveles de tipos de interés y el elevado volumen de liquidez ya existente. La combinación de un *shock* financiero en China, que sitúe el crecimiento anual de la economía bien por debajo del 6%, con una recuperación del bloque desarrollado todavía más lenta de lo observado hasta el momento es, sin duda, un escenario de riesgo relevante, tanto por su grado de plausibilidad (limitado pero no extremo) como de severidad por su impacto potencial sobre la economía mundial en general y sobre América Latina en particular (ver, a este respecto, el Recuadro 1 para el impacto específico sobre América Latina).

EE.UU.: revisión a la baja del crecimiento por el deterioro del entorno externo

Repasando el panorama en las principales áreas económicas, resulta notable la estabilización del crecimiento de EE.UU. en tasas reducidas respecto a las registradas en otras fases de recuperación. El consumo privado sigue siendo determinante en la dinámica de recuperación, pero no compensaría del todo la caída tanto de las exportaciones (por la apreciación del dólar y la debilidad de las economías emergentes) como de la inversión en el sector energético. Así, el PIB crecería el 2,5% en 2015 y 2016.

Los riesgos que se derivan para EE.UU. de un entorno global más desfavorable están condicionando la reacción de la Fed y el inicio de la primera subida de tipos de interés, que se produciría en diciembre. En cualquier caso, la senda de incremento de tipos de interés se antoja muy gradual, con niveles de llegada a finales de 2016 probablemente inferiores a lo esperado hace un trimestre y no superiores al 1%.

China: revisión al alza del crecimiento esperado para 2015 que no disipa las dudas sobre el ritmo de la desaceleración económica en el futuro

La posición cíclica de China constituye, sin duda, una de las principales variables a vigilar a escala global. La fuerte corrección de su mercado bursátil el pasado mes de agosto alertó de los riesgos derivados de un shock financiero en el país con capacidad para comprometer el crecimiento de su gasto doméstico. La magnitud de las salidas de capitales y del repunte de la volatilidad financiera derivó en una amplia batería de medidas de política monetaria encaminadas a suavizar el deterioro de las condiciones de liquidez y su potencial impacto sobre la financiación del sector empresarial, altamente endeudado. El inesperado cambio anunciado por las autoridades en el proceso de fijación del tipo de cambio y los recortes progresivos de los tipos de interés se enmarcan en este contexto, caracterizado, además, por una desaceleración progresiva de la actividad que ha situado el crecimiento del PIB por debajo del 7% interanual en el tercer trimestre.

Todo apunta a que las autoridades continuarán recurriendo a medidas de estímulo monetario (no se descartan más bajadas de tipos de interés) y al margen de política fiscal del que dispone el Gobierno central para garantizar que el crecimiento económico no cae por debajo del 6% anual. Nuestros pronósticos cifran el crecimiento en el 6,9% y 6,2% en 2015 y 2016.

Eurozona: resistencia de la demanda doméstica y BCE listo para evitar la recaída de la inflación

En la eurozona, la recuperación económica prosigue aunque no se intensifica, tal y como se preveía hace unos meses. El PIB de la eurozona podría incrementar su ritmo de avance en 2016 hasta el 1,8% (apenas una décima menos que lo esperado el trimestre anterior) por el relanzamiento de Italia y Francia. La acentuación de los riesgos a la baja para las previsiones de inflación, en gran medida debido al abaratamiento de los bienes importados, junto con la apreciación reciente del euro parecería impulsar al BCE a la adopción de nuevas medidas de estímulo a corto plazo, tal y como ha anticipado.

3 La turbulencia política pone freno al ajuste fiscal

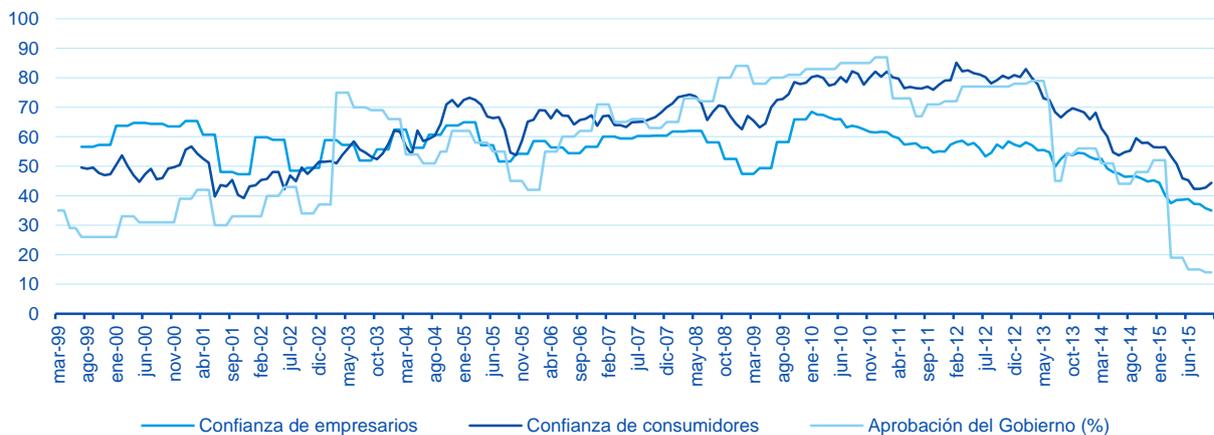
El entorno político sigue siendo inestable

Las encuestas muestran que solo un 14 % aproximadamente de la población aprueba actualmente el gobierno de la presidenta Dilma Rousseff. Es un porcentaje mucho menor que hace un año, cuando la presidenta terminaba su primer mandato de cuatro años y acababa de ser elegida para un nuevo mandato. En ese momento, la tasa de aprobación del gobierno era del 48 %. Y era del 71 % hace exactamente cuatro años, en noviembre de 2011, en el primer año del primer mandato de la presidenta Rousseff (Gráfico 3.1).

En nuestra opinión, los tres factores principales que hay detrás de este fuerte deterioro de la tasa de aprobación del gobierno Rousseff son: i) la desaceleración de la actividad económica, ii) el estallido de algunos escándalos de corrupción, principalmente el de Petrobras y iii) el relativo contraste entre las ideas defendidas por la presidenta Dilma Rousseff durante la campaña presidencial del año pasado y las políticas económicas adoptadas después de las elecciones.

La bajísima tasa de aprobación es uno de los elementos que contribuyen a minar el gobierno de la presidenta Rousseff, pero no es el único. Los problemas de negociación con el Congreso y con los partidos que componen la coalición del gobierno son también importantes. Además, el gobierno, y el entorno político en su conjunto, se está poniendo en duda con la Operación "Lava Jato", la investigación que está llevando a cabo la Policía Federal de Brasil sobre la corrupción en la empresa petrolera Petrobras, controlada por el estado. Ya se ha producido el arresto de destacadas figuras de la política y del sector privado.

Gráfico 3.1
Tasa de aprobación del gobierno (%) e índices de confianza



Fuente: CNI, IPEADATA y BBVA Research

Como consecuencia del turbulento entorno político, el gobierno ha tenido que enfrentarse a importantes obstáculos para conseguir que el Congreso aprobara la mayoría de sus propuestas, en concreto las relacionadas con el necesario ajuste fiscal. De todas formas, es importante observar que, a pesar de los obstáculos, hasta ahora las cámaras legislativas han aprobado muchos de los proyectos presentados por el gobierno. Pero también hay que destacar que para conseguir que el Congreso aprobara las medidas propuestas se necesitó en general mucho más tiempo y fue necesario aceptar más cambios en los proyectos originales de lo que el gobierno esperaba. Dicho esto, no está claro en este momento cuándo conseguirá el gobierno, si es que lo consigue, que se aprueben algunas de las medidas más importantes

para seguir implementando el ajuste fiscal, como la nueva creación del impuesto sobre operaciones financieras (CPMF).

Otra consecuencia del contexto político actual ha sido el surgimiento de debates para destituir a la presidenta Rousseff. Aunque no se puede descartar ese escenario, en nuestra opinión, lo más probable es que el gobierno actual sobreviva hasta el final de su mandato, si bien a duras penas.

Por último, cabe destacar el grado inusualmente alto de incertidumbre política que prevalece en Brasil. Esto contribuye a disminuir los niveles de confianza (Gráfico 3.1), lo que produce un efecto negativo en la economía y fomenta una retroalimentación perversa entre economía y política.

Sin apoyo político, el ajuste fiscal se implementará a un ritmo lento y las cuentas públicas seguirán deteriorándose rápidamente

Desde las elecciones del pasado año, el gobierno ha tratado de aplicar un ajuste fiscal para evitar un mayor deterioro de las cuentas públicas. Sin embargo, como hemos comentado antes, la crisis política ha sido un obstáculo para efectuar el ajuste. Aunque se han implementado muchas medidas para aumentar los ingresos y recortar el gasto, esto se ha producido a un ritmo relativamente lento.

Además de las dificultades en conseguir que se aprobaran las medidas fiscales, como mínimo hay otros dos problemas adicionales que han minado el ajuste. El primero es el hecho de que el deterioro fiscal en 2014 fue mayor de lo que se había previsto inicialmente. El resultado primario del año pasado terminó por ser igual a -0,6 % del PIB, muy por encima de lo que indicaban las previsiones. Además, como consecuencia de una decisión judicial, el gobierno tendrá que pagar este año, o en los próximos años si la oficina de auditoría acepta finalmente la solicitud para hacerlo así, una cantidad equivalente a 57.000 millones de BRL (aproximadamente el 1,0 % del PIB) en relación con la deuda acumulada en 2014 con los bancos públicos y los fondos, que hicieron pagos por adelantado para algunos proyectos económicos y sociales del gobierno federal sin recibir el reembolso (se conoce localmente como "pedaladas" o "pedaleo hacia atrás").

El segundo problema adicional es que la recesión actual ha sido mucho más pronunciada de lo que se esperaba, lo que significa una caída de los ingresos públicos mayor de lo que se había previsto al principio.

Teniendo en cuenta todo esto, el gobierno se vio obligado a revisar a la baja los objetivos de superávit primario que el ministro de Finanzas, Joaquim Levy, anunció a finales del año pasado, justo después de ser nombrado por la presidenta Rousseff. En junio se redujeron al 0,15 % del PIB en 2015, al 0,7 % del PIB en 2016 y al 1,3 % en 2017 en comparación con el 1,1 % en 2015 y el 2,0 % tanto en 2016 como en 2017. Más recientemente, a finales de octubre, se estableció un nuevo objetivo para 2015: el sector público se comprometió a generar un resultado primario no inferior al -0,85 % del PIB, o a un -2,0 % del PIB si el gobierno se ve finalmente obligado a pagar este año las anteriormente mencionadas "pedaladas" y si no consigue recaudar aproximadamente el 0,15 % del PIB en las subastas del sector hidroeléctrico hasta finales de año.

Suponemos que al menos una parte significativa de las "pedaladas" se pagará este año y, por tanto, que el déficit primario se situará en el 1,5 % del PIB en el presente año. Se producirá, por consiguiente un empeoramiento adicional en comparación con el déficit primario del año pasado, un 0,6 % del PIB, por no hablar de los superávits del 3,0 % del PIB que se registraron hace algunos años (Gráfico 3.2).

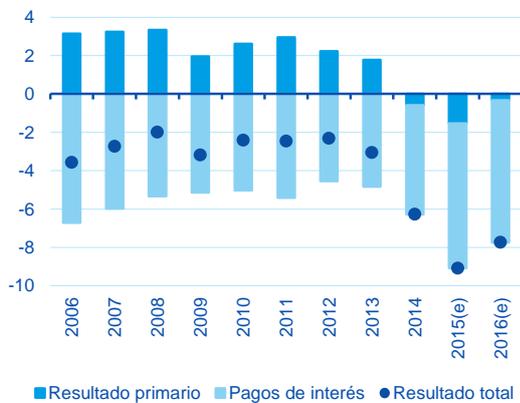
Es probable que los mismos problemas a los que se enfrentaron en 2015: contracción de la economía, turbulencias políticas y el pago de parte de las "pedaladas", desempeñen un papel negativo en las cuentas fiscales de 2016. En lo que respecta a la propuesta del gobierno de volver a crear el impuesto sobre operaciones financieras (CPMF), que recaudaría ingresos federales en torno al 0,8 % del PIB por año y es el instrumento principal del plan de ajuste de cara al futuro, seguimos escépticos sobre su aprobación en el

Congreso. En cualquier caso, creemos que se adoptarán gradualmente otras medidas para aumentar los ingresos y recortar los gastos. En definitiva, esperamos que las administraciones públicas registren un tercer déficit primario consecutivo en 2016. En concreto, prevemos que el resultado primario llegará al -0,3 % del PIB el próximo año.

Además del deterioro en la cuenta primaria, se prevé que los pagos de intereses aumentarán como consecuencia de que el tipo Selic será más alto, las primas de riesgo más elevadas y habrá un coste de tener un stock de swaps de divisas de aproximadamente 100.000 millones de USD, mientras que el tipo de cambio se depreciará (este último está en torno al 1,7 % del PIB en lo que va de año hasta septiembre). Más exactamente, prevemos que el pago de intereses subirá a aproximadamente el 7,5 % tanto en 2015 como en 2016, lo que llevará el resultado fiscal total al -9,1 % del PIB en 2015 y al -7,7 % del PIB en 2016. En este contexto, la deuda bruta de las administraciones públicas aumentará probablemente hasta el 68 % del PIB este año y hasta el 72 % del PIB el año próximo, en comparación con el 66 % en septiembre y el 59 % en diciembre de 2014 (Gráfico 3.3).

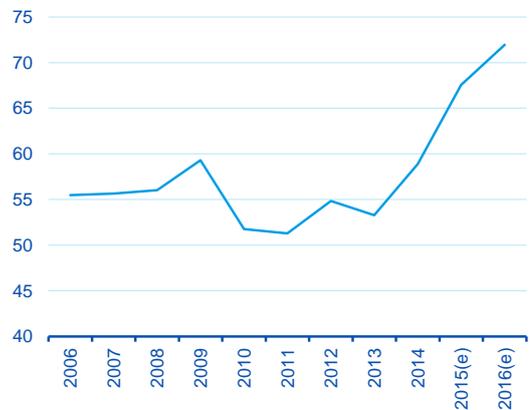
En resumen, el ajuste fiscal de cara al futuro es probable que sea demasiado lento y demasiado suave como para evitar que los indicadores fiscales sigan empeorando. En este entorno, lo más probable es que, después de la rebaja de S&P a bono basura en septiembre, Brasil pierda su grado de inversión en una segunda agencia de calificación crediticia en los próximos meses (para obtener más información sobre este tema, véase el [Observatorio Económico de America Latina "Brazil: back to high-yield"](#)).

Gráfico 3.2
Cuentas fiscales de las administraciones públicas: resultados primario y total (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 3.3
Deuda pública bruta del gobierno central (% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

4 Recesión más larga y profunda; mayor inflación

Actividad económica: todavía en caída libre

La mayoría de los indicadores muestran que, después de mantenerse en general estable en 2014, la actividad económica ha caído con fuerza este año. El PIB de Brasil, que solo creció un 0,1 % el año pasado, se contrajo un 0,7 % t/t y un 1,9 % t/t en el 1T15 y 2T15 respectivamente.

Los últimos datos muestran que la actividad económica ha seguido cayendo en el 3T15. El indicador de actividad del BCB, el IBC-Br, se contrajo un 1,4 % t/t durante el trimestre. El indicador de ventas minoristas, que funciona como un "proxy" para el consumo privado, cayó un 2,6 % t/t durante el periodo. La producción industrial, un indicador de la oferta, cayó un 3,2 % t/t (Gráfico 4.1).

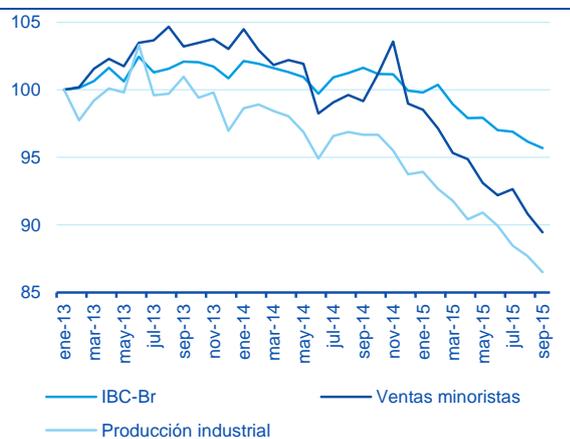
Hay claros signos de desaceleración en el crédito y en los mercados de trabajo (Gráfico 4.2). En lo que respecta al primero, aunque los créditos dudosos siguen relativamente estables en torno al 3,0 %, el stock de crédito se contrae en términos reales, pues la tasa de crecimiento nominal (9,1 % a/a en septiembre) está ahora por debajo de la tasa de inflación. En lo que respecta a los mercados de trabajo, después de mostrar solidez en 2014, la tasa de desempleo empezó a aumentar de manera pronunciada desde el inicio del año. En septiembre alcanzó el 7,9 %, en comparación con el 4,9 % en el mismo mes del año pasado.

Por tanto, teniendo en cuenta todos estos indicadores, el resultado más probable es que el PIB se contraiga de nuevo en el 3T15. Aunque en su mayoría los datos recientes muestran que hay un importante riesgo de que nuestra previsión de un -0,5 en el PIB t/t resulte demasiado optimista, reafirman la visión de que la contracción no será tan grande como en el 2T15.

Hay factores externos y factores locales detrás de la fuerte corrección a la baja de la actividad económica de Brasil. En cuanto al entorno externo, el factor principal es la caída del 11 % de los términos de intercambio del país (es decir, de la ratio entre el precio de las exportaciones brasileñas y el precio de sus importaciones). Esto se debe en gran medida a la contracción del precio de algunas materias primas que produce Brasil, lo que es a su vez una consecuencia de la moderación de la actividad económica en China. Por poner un ejemplo, los precios de la soja y del mineral de hierro están ahora aproximadamente un 10 % y un 20 % más bajos que hace doce meses.

Gráfico 4.1

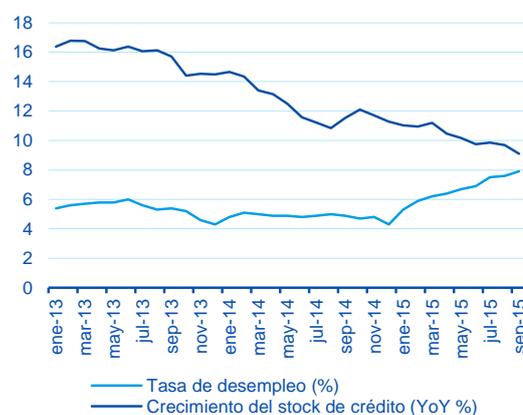
Indicadores de actividad económica: indicador de actividad del BCB (IBC-Br), ventas minoristas y producciones industriales (serie desestacionalizada; índice Ene 2013 = 100)



Fuente: BCB, IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.2

Mercados de trabajo y de crédito: tasa de desempleo y crecimiento del stock de crédito



Fuente: BCB, IBGE y BBVA Research

Además de la desaceleración china, la turbulencia generada por la inminente normalización de la política monetaria en EE. UU. y la moderación del crecimiento al que se enfrentan los países de América Latina, especialmente Argentina, que es uno de los principales mercados para los productos de Brasil, también pesan negativamente en la situación de la actividad de Brasil.

En cuanto a los determinantes internos de la desaceleración actual de la economía brasileña, destacamos los problemas políticos y fiscales comentados en las secciones anteriores, que contribuyen a bajar los niveles de confianza a mínimos históricos. La actividad económica también se está viendo afectada por un tono más restrictivo tanto en la política monetaria como en la política fiscal de este año en comparación con 2014, por el impacto que tienen la depreciación del tipo de cambio y el fuerte ajuste de los precios de productos y servicios regulados (sobre todo las tarifas eléctricas) sobre los costes a los que se enfrentan consumidores y productores y por el efecto que tienen sobre la actividad económica Petrobras y algunas de las empresas de construcción más importantes debido a los escándalos de soborno en los que están implicados (los sectores de la extracción de petróleo y de la construcción representan aproximadamente el 9 % del PIB).

Prevedemos que el PIB se contraerá un 2,5 % en 2015 y un 0,5 % en 2016

Basándonos en la contracción del PIB en la primera mitad del año y en que consideramos que el crecimiento no volverá a territorio positivo en la segunda mitad del año, prevedemos que la actividad económica se contraerá un 2,5 % en 2015. Esto significa que la recesión será este año más pronunciada de lo que se anticipaba hace tres meses, cuando nuestras previsiones de crecimiento del PIB de este año eran un -1,5 % (para obtener más información sobre nuestras previsiones anteriores, véase nuestro informe [Situación Brasil 3T15](#)). Aunque el hecho de que el entorno mundial sea menos favorable también desempeña un papel, los principales determinantes de la revisión a la baja en nuestra previsión de crecimiento para 2015 son internos. Una vez más, destacamos el efecto adverso que ejerce sobre la economía la intensificación de los problemas en el frente político y, por tanto, en el frente fiscal. Desde otra perspectiva, la mayor parte de la revisión está relacionada con la sorpresa a la baja del PIB del 2T15 (observado: -1,9 % t/t; previsión: -1,4 % t/t), si bien nuestras perspectivas sobre la evolución de la economía en la segunda mitad del año son más negativas ahora que antes.

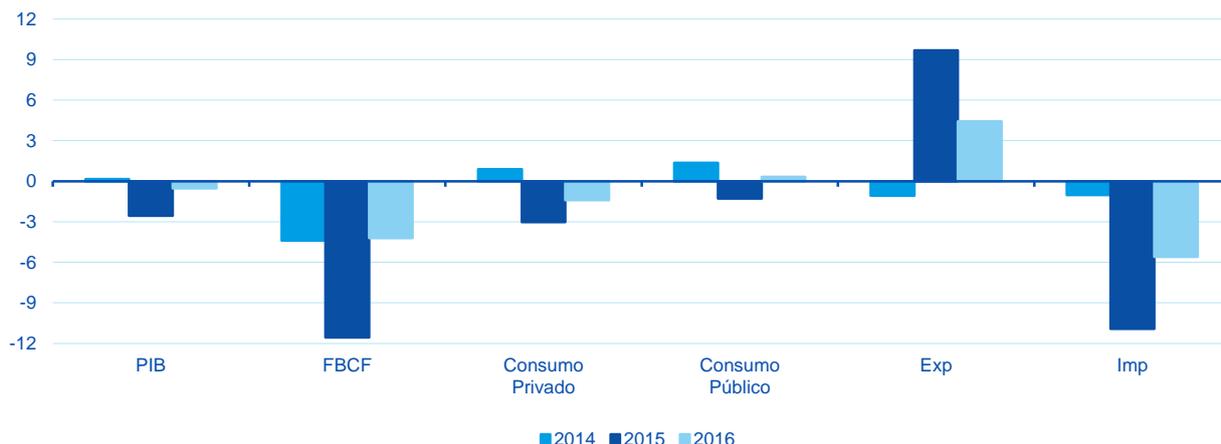
Por componentes, la contracción de la economía estará impulsada este año por la demanda interna. Su aportación al crecimiento se prevé en torno a -5,3 pp. Según nuestras previsiones, la inversión en capital fijo se contraerá casi un 11 % este año, después haber caído un 4,4 % en 2014, y el consumo se reducirá en un 2,6 %, lo que podría ser la primera tasa negativa desde 2003, cuando el consumo cayó un 0,1 %. El consumo privado, que representa el 78 % del consumo total y dos tercios del PIB, se prevé que se contraerá en un 3,0 % en 2015 después de haber crecido un 1,0 % en 2014 (Gráfico 4.3 y Tabla 6.1). Entre los muchos factores detrás de la contracción prevista en la inversión y en el consumo privado, destacamos el impacto que tiene en el primer caso la incertidumbre inusualmente alta y la reducción de la demanda, y en el segundo caso el fuerte deterioro de los mercados de trabajo.

En lo que respecta a la demanda externa, se prevé que aportará +2,7 pp al crecimiento del PIB en 2015. Es probable que esto se deba tanto al aumento de las exportaciones de bienes y servicios como a una importante contracción de las importaciones (Gráfico 4.3 y Tabla 6.1), lo que está en línea con un escenario de contracción de la demanda interna y de depreciación del tipo de cambio.

Dado que no prevedemos que las turbulencias políticas disminuyan notablemente de cara al futuro y que, por tanto, no vemos una solución del embrollo fiscal a corto plazo, es improbable que los niveles de confianza repunten en los próximos meses. Consideramos que los mercados de trabajo seguirán empeorando y que la tasa de desempleo subirá por encima del 9,1 % de media el próximo año, en comparación con el 6,9 % en 2015 y el 4,8 % en 2014. Estos factores, que en gran parte se deben al efecto retardado del deterioro

económico general en curso, contribuyen a la valoración de que la actividad económica se mantendrá muy débil en 2016, especialmente en la primera mitad del año. Teniendo esto en cuenta, prevemos que el PIB se contraerá un 0,5 % el próximo año, lo que contrasta con nuestra previsión anterior de un crecimiento del 0,5 %. La demanda interna volverá a contribuir de forma negativa al PIB el próximo año (-1,9pp), debido a otra contracción en la inversión y en el consumo, mientras que la demanda externa debería contribuir positivamente al crecimiento (+1,3pp), aunque menos que en 2015 (Gráfico 4.3 y Tabla 6.1).

Gráfico 4.3
PIB y componentes (%)



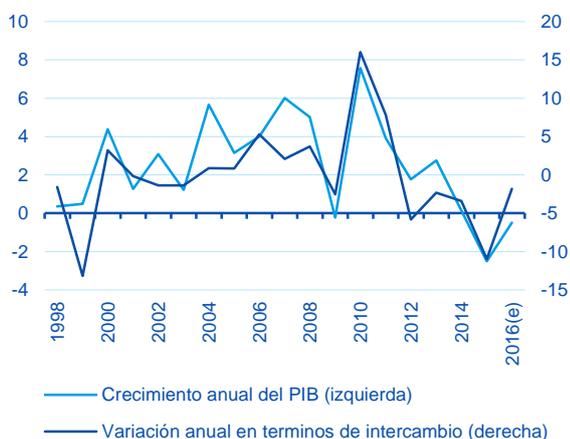
Fuente: IBGE y BBVA Research

Aunque reconocemos que hay riesgos a la baja, debido principalmente a que el rendimiento del consumo privado ha sido peor de lo previsto, pero también como consecuencia de una mayor desaceleración en China (véase el Recuadro 1), nuestras previsiones para 2016 muestran que no prevemos que el año sea tan malo como el actual en cuanto a crecimiento del PIB. Esta visión se basa en nuestra evaluación de la evolución de los factores que subyacen a la crisis actual. En general, creemos que contribuirán de forma menos negativa al crecimiento de 2016. Por un lado, esperamos que el entorno mundial sea más favorable el próximo año. Después de una contracción en torno al 11 % en los términos de intercambio en 2015, prevemos que los precios de las materias primas evolucionarán de forma que dichos términos de intercambio caigan "solo" un 2,0 % aproximadamente en 2016 (Gráfico 4.4). Por otro lado, en lo respecta a los factores internos, aunque no somos optimistas sobre la evolución de la situación política y el ajuste fiscal el próximo año, esperamos que el deterioro en cuanto a incertidumbre y niveles de confianza no sea tan pronunciado como en 2015. Además, la moderación de la inflación y un tipo de cambio relativamente estable conllevarían que los consumidores y los productores no tendrían que enfrentarse a tantos problemas de costes como en 2015. Además, crearían cierto margen para aplicar una política monetaria menos restrictiva, lo que también serían buenas noticias para la actividad. Por otra parte, creemos que Petrobras y las empresas del sector de la construcción, que están involucradas en un escándalo de sobornos, tendrán un efecto menos negativo para la actividad en 2016. Por último, esperamos que el proceso de sustitución de la importación tome impulso el próximo año después de la reciente depreciación del tipo de cambio.

De todas formas, Brasil experimentará una contracción del PIB durante dos años consecutivos por primera vez desde 1930-31. Las tasas de crecimiento negativo de 2015 y 2016, en combinación con un crecimiento por debajo del potencial desde 2011 y una fuerte depreciación de la divisa nacional, implican que el PIB medido en dólares caerá probablemente en torno a un 40 % entre 2011 y 2016, después de haber registrado una expansión del 365 % desde 2003 (Gráfico 4.5). Para poder crecer de nuevo a tasas próximas

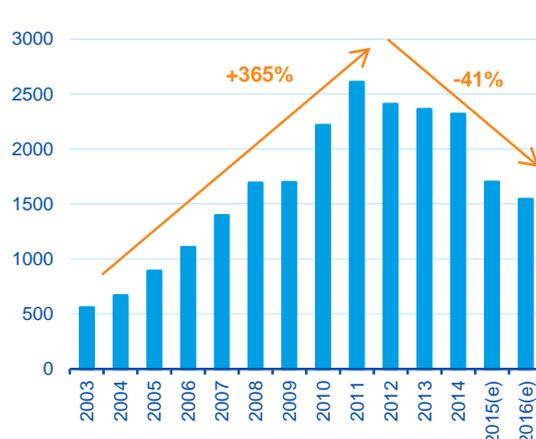
al 3 %-4 % y recuperarse relativamente rápido de las pérdidas acumuladas en los años pasados, el país debe solucionar los problemas políticos y fiscales actuales y efectuar después una serie de reformas estructurales con el fin de aumentar la productividad interna.

Gráfico 4.4
PIB y términos de intercambio (% crecimiento)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Gráfico 4.5
PIB en USD (miles de millones)



Fuente: IBGE y BBVA Research

Después de llegar al máximo en torno al 10 % a finales de 2015, la inflación se moderará en 2016, pero se mantendrá relativamente alta

La inflación ha sorprendido al alza en los últimos meses y llegó al 9,9 % a/a en octubre. El motor principal de las recientes sorpresas fueron, una vez más, los precios regulados, cuya variación anual era de un 17,5 % en octubre. Dentro de este grupo de productos, vale la pena destacar el subgrupo de las tarifas eléctricas, con una inflación anual del 52,3 % a/a y cuyo peso en el IPC (el IPCA) brasileño es un 4 %.

El sector de la electricidad ilustra muy bien algunos de los problemas a los que se enfrenta actualmente el país. Los costes del sector se dispararon este año después de la escasez de agua (un elemento fundamental para que funcione el sistema, dado que la mayoría de la energía que se genera en el país es hidroeléctrica) y de la insuficiente inversión de los años precedentes. Al no tener margen para apoyar al sector, este año el gobierno se vio obligado a autorizar ajustes inusitadamente altos en las tarifas. Esto contrasta de algún modo con las soluciones para ayudar al sector en el pasado, que antes se basaban más en los recursos fiscales y menos en el aumento de las tarifas.

Además de la presión procedente de los precios monitoreados, la inflación también la han alimentado el efecto de los problemas de oferta en los precios de los alimentos (+10,4 % a/a en octubre) y el impacto de la depreciación del tipo de cambio, aunque las evidencias indican que el efecto pass-through en los precios internos no se ha incrementado (para obtener más información sobre este asunto, consulte nuestro informe [Observatorio Económico Brasil "¿Ha cambiado el traslado de la depreciación cambiaria a la inflación en Brasil?"](#)). Juntos, estos factores contrarrestan el impacto de la contracción de la demanda interna y de la moderación de los mercados de trabajo sobre los precios internos.

De cara al futuro, se prevé que los precios regulados y los precios de los alimentos impulsarán la inflación hasta el 10,2 % a/a en noviembre y hasta el 10,0 % a/a en diciembre (Gráfico 4.6). Esta será la inflación más alta desde 2002, cuando llegó al 12,5 % a/a.

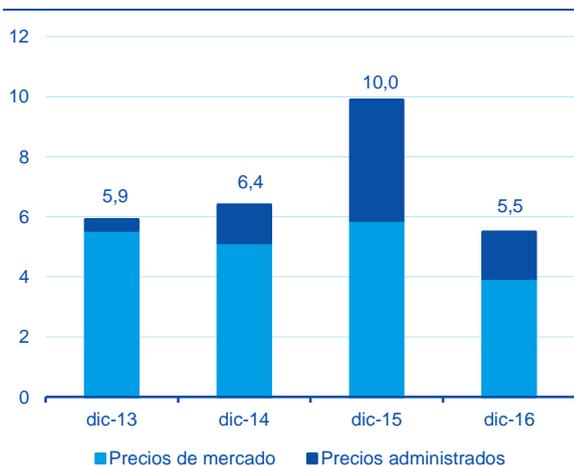
A medida que nos adentremos en 2016, es probable que los precios regulados pierdan fuelle, pues para entonces ya se habrá corregido el desajuste en su mayor parte. En concreto, se prevé que las tarifas eléctricas aumentarán mucho menos, aproximadamente un 6 %, debido al impacto a la baja sobre los costes del sector derivado de la contracción de la demanda interna y de la eventual mejora del régimen de lluvias. Eso permitirá que la inflación anual se modere desde el mismísimo inicio del año, una tendencia que se verá reforzada por la desaceleración de los mercados de trabajo, incluida una moderación de los salarios, que probablemente mostrarán tasas de crecimiento negativas en términos reales.

De todas formas, la moderación de la inflación en 2016 estará limitada por el impacto de la depreciación del tipo de cambio y por la existencia de importantes mecanismos de inercia (como sucede en la determinación del salario mínimo, por ejemplo, que se establece según la variación de la inflación del año anterior más el crecimiento del PIB de los dos años anteriores).

Se prevé que la inflación se situará en una media del 7,1 % en 2016 (frente al 8,9 % en 2015) y que cerrará el año en el 5,5 %, un poco por encima del objetivo de inflación del 4,5 %, pero dentro del rango meta del 2,5 %-6,5 %. En nuestra opinión, la inflación solo podrá converger con el objetivo del 4,5 % en 2017, y solo si el mayor deterioro fiscal no provoca una mayor depreciación del tipo de cambio.

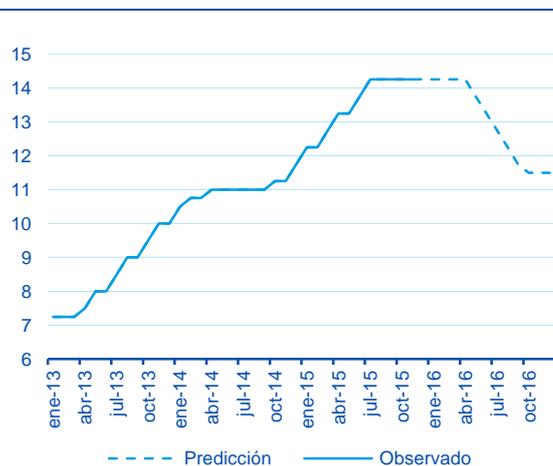
Por último, cabe señalar que existe el riesgo de que los precios monitoreados terminen por aumentar más de lo previsto en 2016, como ha sucedido en 2015, como consecuencia del ajuste de algunos impuestos (como el impuesto CIDE a los combustibles, por ejemplo) dentro del contexto de ajuste fiscal o de unos precios más elevados de los combustibles, lo que podría anunciarse para intentar mejorar la situación financiera de Petrobras. Si el riesgo se hace realidad, la inflación cerraría más cerca del techo del objetivo del 6,5 % que del objetivo principal del 4,5 %. Además, sería más difícil garantizar la convergencia de la inflación con el objetivo central en 2017.

Gráfico 4.6
Aportación del mercado y de los precios regulados a la inflación anual (pp)*



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

Gráfico 4.7
Tipo de interés: Selic (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

La política monetaria se centra ya en 2017

Después de subir el tipo Selic hasta el 14,25 % desde el 7,25 % a comienzos de 2013, la política monetaria se mantiene ahora en espera. Seguir ajustando al alza el tipo de referencia representaría un riesgo mayor en términos de actividad, pero recortarlo enviaría a los mercados una señal equivocada, ya que la inflación está ahora muy por encima del objetivo y las expectativas no están aún ancladas.

Para justificar el mantenimiento del tipo Selic sin cambios en el 14,25 % en vez de tener que aumentarlo de nuevo, el Banco Central de Brasil (BCB) ajustó recientemente su comunicación. Ahora quiere asegurarse de que la inflación converja con el objetivo del 4,5 % en "el horizonte relevante para la política monetaria" (es decir, 2017) en vez de hacerlo en 2016 como había afirmado anteriormente. Esto quiere decir que el BCB será más tolerante con respecto a la inflación en 2016 y que ahora ya está centrado en 2017.

Aunque todavía existe el riesgo de que una depreciación extra en el tipo de cambio, ya sea por un mayor deterioro fiscal o por la normalización de la política monetaria en EE. UU., provoque otra dosis de ajuste monetario, lo más probable es que el tipo Selic se mantenga sin cambios durante algún tiempo, al menos hasta mediados de 2016. Para entonces, esperamos que la inflación haya convergido en torno al 6,5 %-7,0 % y que las expectativas para 2017 estén bastante cerca del 4,5 %. En ese entorno, el resultado más probable es que el BCB decida empezar un ciclo relativamente pequeño de flexibilización monetaria (Gráfico 4.7).

Recuadro 1. ¿Cuál sería el impacto de una mayor desaceleración de China sobre Brasil y otros países de América Latina? ¹

Si bien nuestro escenario central supone que las autoridades continuarán apoyando un crecimiento no menor al 6% anual, resulta relevante explorar el efecto de una brusca y persistente desaceleración en China, que lleve a un crecimiento significativamente por debajo de esas cotas.

Concretamente, en este Recuadro analizamos el impacto en Brasil y otros países latinoamericanos de un escenario de estancamiento persistente, en el que las tasas de crecimiento del PIB se acercarían al 4% anual mientras que la inversión crecería por debajo del 7% anual y la producción industrial por debajo del 4%, en vez de a 11% y 7%, respectivamente, en el escenario base.

El escenario de riesgo descrito anteriormente afectaría a América Latina principalmente a través de dos canales principales: (i) una reducción de la demanda exterior de América Latina, pero principalmente una reducción del precio de las principales materias primas de exportación; y (ii) un aumento de la aversión global al riesgo.

En relación al primer canal, el gráfico R.1.1 muestra el impacto estimado sobre el precio de las principales materias primas de exportación de la región, respecto al escenario base de previsiones. Destaca en particular el fuerte efecto negativo que tendría este escenario de riesgo sobre los precios de los principales metales industriales (cobre, hierro), especialmente por la reducción de la demanda industrial y para inversión inmobiliaria. Los precios de las materias primas energéticas también se verían fuertemente afectados, especialmente el petróleo, inicialmente incluso más que los metales al coincidir el shock de menor demanda con una situación en la que subsisten las dudas sobre la capacidad de reabsorber los excesos de oferta actuales. Por su parte, el precio de los alimentos no sufriría una reducción tan sustancial, por estar más ligado al comportamiento del consumo, menos afectado en este shock.

Gráfico B.1.1

Efecto en el precio de las principales materias primas en el escenario de riesgo en China (% de diferencia en el precio respecto al escenario base)



* Impacto porcentual en el precio de las materias primas un año después de una disminución de 1pp del crecimiento de la inversión en activos fijos en China.
Fuente: BBVA Research

Respecto al segundo canal, una desaceleración severa en China muy probablemente tendría aparejada un aumento de la aversión global al riesgo, al acentuarse las dudas sobre la capacidad de sustentar el crecimiento global, la posibilidad de inestabilidad financiera en China, así como la calidad de los activos en ese país y en otras economías emergentes más ligadas a ella. En el caso de China, podría producirse un aumento de las primas de riesgo que sobrepasaran incluso las observadas inmediatamente después de la quiebra de Lehman Brothers, y el impacto en América Latina sería sustancial, con primas de riesgo cercanas a las observadas en 2009. El aumento de la aversión al riesgo generaría una huida hacia la seguridad de los activos de las economías desarrolladas y una presión sobre el precio de los activos en América Latina y sobre los tipos de cambio. Precisamente, esta huida hacia activos más seguros apuntalaría un aumento del precio del oro por encima del esperado en el escenario base.

¹: Este Recuadro es una versión reducida del Recuadro publicado en [Situación Latinoamérica 4T15](#)

Los dos canales de transmisión se verían amplificados por el impacto negativo sobre la confianza de familias y empresas dentro de la región. En particular, suponemos que el efecto negativo sobre la confianza de familias y empresas sería de similar al observado después de la quiebra de Lehman Brothers, con una duración de entre 4 y 6 trimestres.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta que, a diferencia de 2009, la región cuenta con mucho menor espacio para políticas económicas contracíclicas que puedan amortiguar el impacto del shock. Por el lado monetario, el aumento de la inflación y el riesgo de desanclaje de expectativas (salvo en México) hace poco probable una relajación monetaria (no sería necesaria en México). Por otro lado, el espacio fiscal se ha agotado en algunos países como Brasil y Argentina y se ha reducido mucho en el resto, por el impacto sobre las finanzas públicas de la caída de los precios de las principales materias primas. La única excepción sería el caso de Perú y Chile, donde un punto de partida de menores déficits fiscales y endeudamiento público en 2015 les permitiría cierto margen de maniobra, aunque no excesivo para no comprometer su calificación soberana. De este modo, las políticas en la mayoría de países serían claramente procíclicas y dejarían a la depreciación del tipo de cambio como el principal amortiguador del shock.

Ante un escenario de desaceleración en China como el descrito anteriormente, la demanda interna en América del Sur se vería fuertemente afectada, tanto por la reducción del consumo como de la inversión, ante la caída de la confianza de familias y empresas. Si bien los países con espacio para políticas económicas contracíclicas (principalmente Chile y Perú) implementarían algún estímulo fiscal inicial, la demanda interna se vería negativamente afectada, aunque en menor medida que en otros países sin tal espacio. El Gráfico R.1.2 muestra que precisamente Brasil y Colombia serían unos de los países más afectados, al estar fuertemente expuestos a China y en el primer caso, enfrentar el shock con fundamentos muy debilitados y la necesidad de continuar el ajuste fiscal al tiempo que, en el caso de Colombia, sufriría el fuerte

impacto de la caída del precio del petróleo (superior a la de otras materias primas) En el caso de Brasil tendría que afrontar el shock con fundamentales muy débiles y necesitaría continuar con su ajuste fiscal.

Gráfico B.1.2

Impacto sobre el crecimiento del escenario de riesgo en China (diferencia en p.p. respecto al escenario base)



Fuente: BBVA Research

Perú y Chile, por su parte, están fuertemente expuestos a un shock proveniente de China, pero cuentan con cierto amortiguador en el espacio para políticas fiscales contracíclicas (al menos inicialmente) que atemperarían ese impacto inicial. En el caso de Argentina, el impacto sería menor en buena medida porque el shock sobre los precios de los alimentos (su principal producto de exportación) es mucho menor que en el caso de los metales y la reducción del precio del petróleo importado en realidad contrarresta parte del efecto negativo sobre las cuentas externas. Por último, el efecto sobre México sería escaso, por su baja exposición a China, aunque sí sufriría el impacto de un menor precio del petróleo en las cuentas públicas.

De este modo, en el escenario de riesgo Brasil enfrentaría una fortísima recesión en 2016 (más profunda que la ya incorporada en nuestro escenario base) y estancamiento en 2017, mientras el crecimiento en Argentina y Colombia sería prácticamente nulo en 2016, pero con una recuperación a tasas más cercanas al 2.5% en 2017. El crecimiento en Chile y Perú se reduciría

solamente al entorno del 1,5% en 2016, para recuperar ritmos en los años subsiguientes de 2,5% y 3,2%, respectivamente.

Así pues, los resultados de este ejercicio de simulación demuestran que algunos países de la región, como México, Perú y Chile, pueden soportar relativamente mejor un shock proveniente de China, si bien el punto de partida de debilidad

macroeconómica hace que los efectos sean bastante pronunciados en la mayoría de países, salvo México. Al mismo tiempo, el ejercicio destaca la importancia de contar con espacio para políticas contracíclicas, espacio que no se llegó a recomponer después de haber sido utilizado, con éxito, para amortiguar la crisis global de 2008-9.

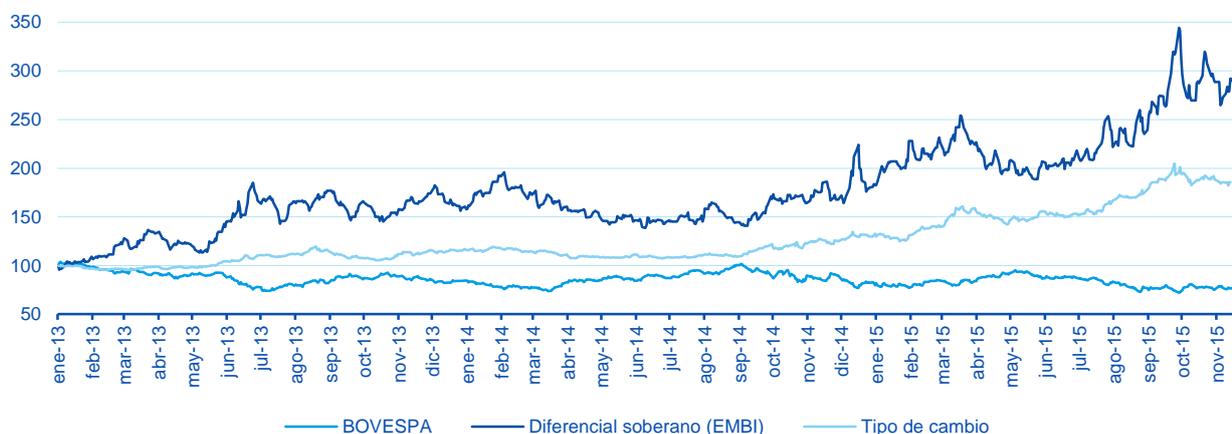
5 Un tipo de cambio más depreciado permitirá que el déficit por cuenta corriente disminuya significativamente

Los mercados financieros muestran cierta calma tras la tormenta desatada por la inquietud acerca de China y el deterioro fiscal

Los mercados financieros locales han acumulado pérdidas importantes en los últimos meses, especialmente de julio a septiembre (Gráfico 5.1). Durante ese periodo el diferencial soberano llegó a 489 pb, el Índice bursátil de São Paulo (IBOVESPA) cotizó a su nivel más bajo desde la crisis de Lehman Brothers, un 40 % por debajo de su valor máximo en mayo de 2008 y el tipo de cambio llegó a 4,2 reales por dólar.

Gráfico 5.1

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

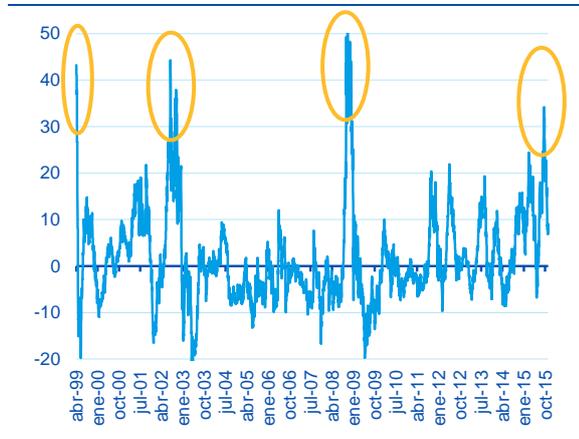


Fuente: Datastream y BBVA Research

Estas pérdidas fueron en gran medida consecuencia del aumento de la inquietud acerca de la economía china, que se intensificó especialmente entre mediados de junio y finales de agosto con importantes turbulencias en sus mercados financieros, así como del fuerte deterioro de las perspectivas de la situación fiscal de Brasil. Los mercados reaccionaron de forma muy negativa ante la flexibilización de los objetivos fiscales y ante los nuevos indicios de inestabilidad política a mediados del año, que mostraban que el empeoramiento fiscal podría ser más grave y más prolongado de lo que se esperaba anteriormente. Eso provocó algunos anuncios negativos por parte de las agencias de calificación, con un impacto negativo en los mercados financieros locales: en agosto Moody's rebajó la calificación soberana de Brasil a Baa3, solo un nivel por encima del bono basura y con una perspectiva estable; en septiembre S&P retiró el grado de inversión al país y en octubre Fitch también rebajó la calificación de Brasil al grado más bajo dentro del rango del grado de inversión, aunque con una perspectiva negativa.

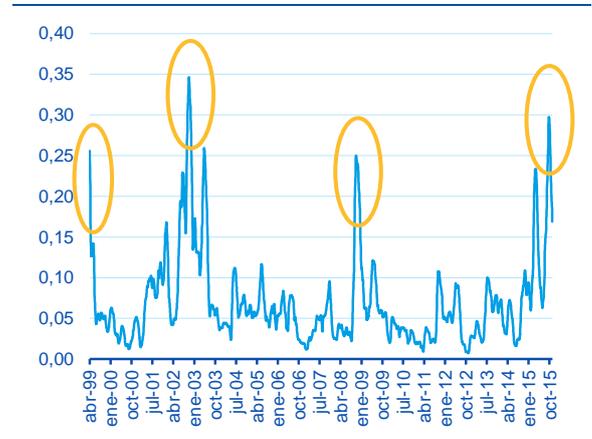
Los movimientos del tipo de cambio ilustran muy bien la tormenta que atravesaron los mercados financieros locales de julio a septiembre. Dentro de ese periodo, a finales de septiembre para ser más concretos, el real brasileño (BRL) acumulaba un 34 % de depreciación en tres meses, una corrección solo comparable con las registradas en 1999, justo después de la introducción del sistema de tipo de cambio flexible, en 2002, unos meses antes de que el presidente Lula fuera elegido en su primer mandato y en 2008, durante el inicio de la crisis de Lehman Brothers (Gráfico 5.2). De igual modo, la reciente volatilidad de los mercados cambiarios solo es similar a la observada en esos mismos tres periodos (Gráfico 5.3).

Gráfico 5.2
Depreciación del tipo de cambio: depreciación acumulada en 3 meses (%)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.3
Volatilidad del tipo de cambio: desviación estándar acumulada en 3 meses



Fuente: BCB y BBVA Research

Tras la tormenta, los mercados financieros han mostrado cierta calma. Parte de las pérdidas anteriores se recuperaron en octubre y noviembre. El diferencial soberano retrocedió hasta aproximadamente 390 pb (casi 100 pb por debajo del último máximo), el IBOVESPA subió un 10 % desde septiembre y el tipo de cambio se apreció un poco y se situó cerca de la marca del 3,70.

Aunque muchos activos financieros se cotizan actualmente por debajo de sus niveles de equilibrio, somos escépticos con respecto a la continuidad de la reciente tendencia alcista en los precios de los activos locales. Dado el inminente inicio del proceso de normalización de la política monetaria por parte de la Fed en EE. UU., y teniendo en cuenta que la recesión de Brasil va a continuar y los problemas fiscales aún están lejos de resolverse, es muy probable que haya una segunda rebaja de la calificación a bono basura; además, el entorno político seguirá probablemente con turbulencias, por lo que lo más probable es que persistan las turbulencias en los mercados financieros.

Seguimos considerando que hay un margen limitado para una apreciación del cambio, que esperamos que se sitúe en torno a 4 reales por dólar el próximo año

Después de depreciarse casi un 60 % desde el inicio del año y hasta finales de septiembre, el BRL se apreció un 11 % y se cambia ahora en torno a 3,70 reales por dólar, no muy lejos de su nivel de equilibrio. Sin embargo, creemos que el resultado más probable es que los factores externos e internos limiten una nueva apreciación. De hecho, se prevé que el BRL perderá valor de cara al futuro, sobre todo después de que la Fed empiece a ajustar las condiciones monetarias (lo que esperamos que suceda en diciembre), y que seguirá avanzando el deterioro fiscal, lo que entre otras consecuencias provocará una segunda rebaja de la calificación soberana de Brasil a bono basura de aquí a mediados de 2016. La probable flexibilización monetaria que llevaría a cabo el BCB el próximo año también favorecería una nueva depreciación del BRL. Por consiguiente, esperamos que el BRL se acerque al nivel de 4,00 reales por dólar en los próximos meses y que fluctúe en torno a este nivel en el próximo año (Gráfico 5,4). Eso significaría un tipo de cambio medio de alrededor del 17 % y un 70 % más débil que en 2015 y 2014 respectivamente.

Como hemos comentado anteriormente, un BRL más débil ejercería presiones sobre la inflación doméstica. Además, representaría un problema para la parte del sector corporativo que tiene una importante porción de sus pasivos denominados en dólares o en otra moneda extranjera, principalmente para las empresas que

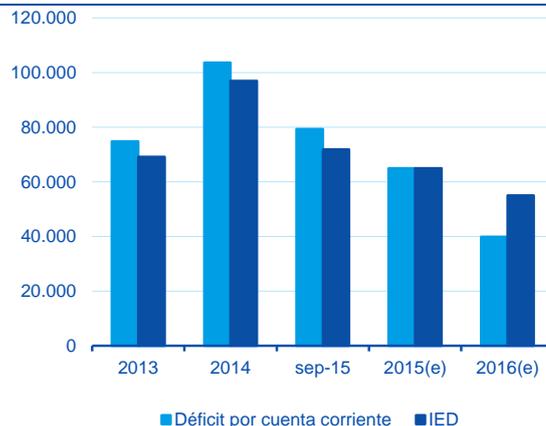
no tienen activos extranjeros o que no tienen una cobertura adecuada. De todos modos, aunque la deuda externa del sector corporativo es relativamente elevada (aproximadamente un 6,0 % del PIB o un 17 % del PIB si tenemos en cuenta los préstamos entre sociedades), la mayor parte de ella no vence a corto plazo.

Gráfico 5.4
Tipo de cambio: reales brasileños (BRL) por dólar estadounidense (USD)



Fuente: BCB y BBVA Research

Gráfico 5.5
Déficit por cuenta corriente e Inversión extranjera directa (IED)*



* Una cifra positiva representa un déficit por cuenta corriente.
Fuente: BCB y BBVA Research

El déficit por cuenta corriente caerá del 4,5 % del PIB en 2014 al 3,8 % del PIB en 2015 y al 2,6 % del PIB en 2016

A pesar de sus consecuencias negativas, un tipo de cambio más débil permitirá que el déficit por cuenta corriente se ajuste a un nuevo entorno caracterizado por la reducida disponibilidad de la financiación externa debido a cambios en el entorno mundial, principalmente la postura monetaria de la Fed, así como a los problemas internos, que hacen que en general el país sea menos atractivo que antes.

En el acumulado del año hasta septiembre, los flujos externos netos llegaron a 48.000 millones de USD, un 32 % menos que en el mismo periodo de 2014. La inversión directa extranjera bruta (IED) también sumó 48.000 millones de USD, un 34 % menos que el año anterior.

Ante esta nueva situación de financiación, el déficit por cuenta corriente se ha ido ajustando. En los nueve primeros meses de 2015 se acumularon 49.000 millones de USD, un valor aproximadamente un tercio más bajo que el registrado en el mismo periodo de 2014. Por tanto, como en años anteriores, la IED sigue financiando la mayor parte del déficit por cuenta corriente.

El ajuste a la baja del déficit por cuenta corriente observado en los últimos meses se ha debido, hasta ahora, a una contracción de las importaciones y otros gastos externos (-21 %), impulsada por la desaceleración de la demanda interna y por la depreciación del tipo de cambio. Las exportaciones y otros ingresos externos cayeron un 16 % desde el inicio del año hasta septiembre. En lo que respecta a las exportaciones de bienes, la contracción principal se ha producido en las exportaciones de productos básicos (-22 %), lo que se debe en gran medida a la fuerte contracción de sus precios. Las exportaciones de productos manufacturados, que representan aproximadamente el 50 % del total de las exportaciones, se contrajeron menos, en torno al 10 %.

Esperamos una mejora gradual de las exportaciones, en concreto de las de producción manufacturera, y una moderación de las importaciones, lo que generará superávits comerciales de 15.000 millones de USD y 29.000 millones de USD, respectivamente, en 2015 y 2016, en comparación con el déficit de 6.000 millones de USD registrado en el año anterior. Eso permitiría que el déficit por cuenta corriente cayera de 104.000

millones de USD (4,5 % del PIB) en 2014 a 65.000 millones de USD (3,8 % del PIB) en 2015 y a 40.000 millones de USD (2,6 % del PIB) en 2016. Es interesante destacar que el ajuste nominal del déficit por cuenta corriente será más pronunciado que el ajuste de la ratio cuenta corriente-PIB. Este último caerá de forma más moderada, pues el PIB medido en dólares también caerá durante el periodo.

El ajuste que se prevé en el déficit por cuenta corriente debería evitar el problema de la financiación externa, aunque la consecuencia más probable es que la IED y otras entradas de capital sigan perdiendo fuelle en los próximos años (Gráfico 5.5).

6 Tabla de previsiones

Tabla 6.1

Previsiones macroeconómicas

	2013	2014	2015	2016
Crecimiento del PIB (% a/a)	3,0	0,1	-2,5	-0,5
Inflación (% a/a, fdp)	5,9	6,4	10,0	5,5
Tipo de cambio (BR/USD, fdp)	2,34	2,66	4,06	4,00
Tipo de interés, SELIC (% a/a)	10,00	11,75	14,25	11,50
Consumo privado (% a/a)	2,9	0,9	-3,0	-1,4
Consumo público (% a/a)	2,2	1,3	-1,3	0,3
Inversión (% a/a)	6,1	-4,4	-11,6	-4,2
Exportaciones (% a/a)	2,1	-1,1	9,7	4,4
Importaciones (% a/a)	7,6	1,-0	-10,9	-5,6
Saldo fiscal (% PIB)	-3,1	-6,2	-9,1	-7,7
Cuenta corriente (% PIB)	-3,2	-4,5	-3,8	-2,6

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 Coordinación Latam:

Enestor Dos Santos
enestor.dossantos@bbva.com

Con la colaboración de:

Cecilia Posadas
c.posadas@bbva.com

Marina Conesa
marina.conesa@bbva.com

Julián Cubero
juan.cubero@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 Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano
carlos.serranoh@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz
alvaro.ortiz@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

Julio Pineda
juliocesar.pineda@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

Regulación Digital

Álvaro Martín
alvarojorge.martin@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

Interesados dirigirse a:

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