

TERCER TRIMESTRE

2016

Situación

Brasil

Brasil: recuperación cíclica en curso, a pesar de que los problemas estructurales sigan sin resolverse

Lo peor en términos de crecimiento de la actividad ya ha pasado, pero la recuperación será lenta ya que algunos factores estructurales (como el deterioro fiscal) seguirán pesando negativamente. Seguimos esperando que el PIB crezca un 0,9% en 2017, después de contraerse un 3,8% en 2015 y un 3,0% en 2016.

La falta de medidas pertinentes para moderar los gastos públicos implicará que el déficit fiscal se mantendrá alrededor del 10% del PIB en 2016-17. La deuda pública probablemente continuará aumentando, convergiendo hacia un 78% en 2018 (y un 88% en 2020) desde un 52% en 2013. **Hay un riesgo de que la recuperación se descarrille debido a los problemas fiscales.**

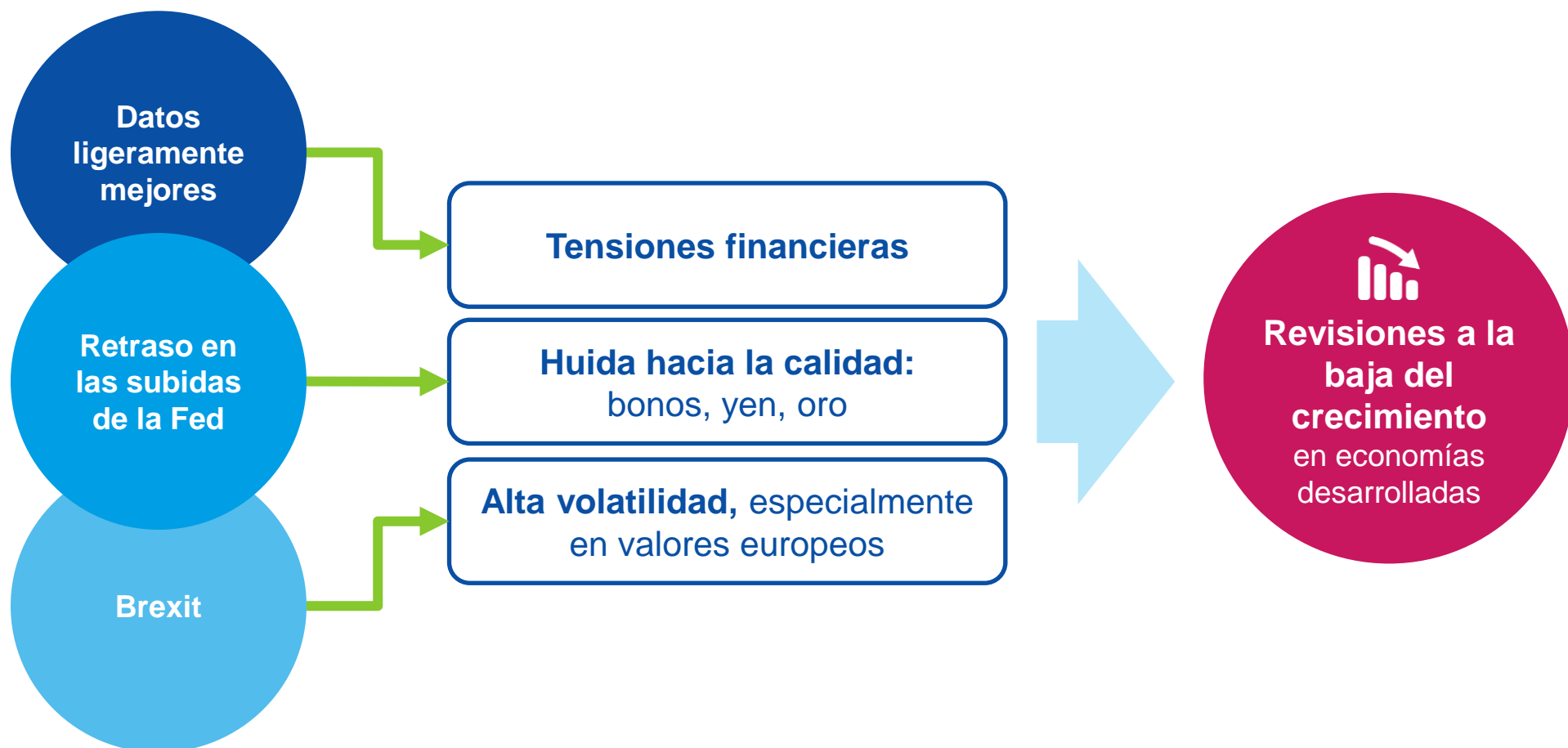
En el lado más positivo, el déficit por cuenta corriente está disminuyendo drásticamente y la inflación mantiene su tendencia bajista. De todos modos, la convergencia de la inflación a los objetivos será lenta, evitando que el nuevo (y más *hawkish*) BCB recorte la tasa Selic pronto.

The background of the slide is a photograph of Earth as seen from space, showing the curvature of the planet and the blue atmosphere against the blackness of space. The horizon line is visible, with the sun's glow creating a bright blue arc across the top of the frame.

Global

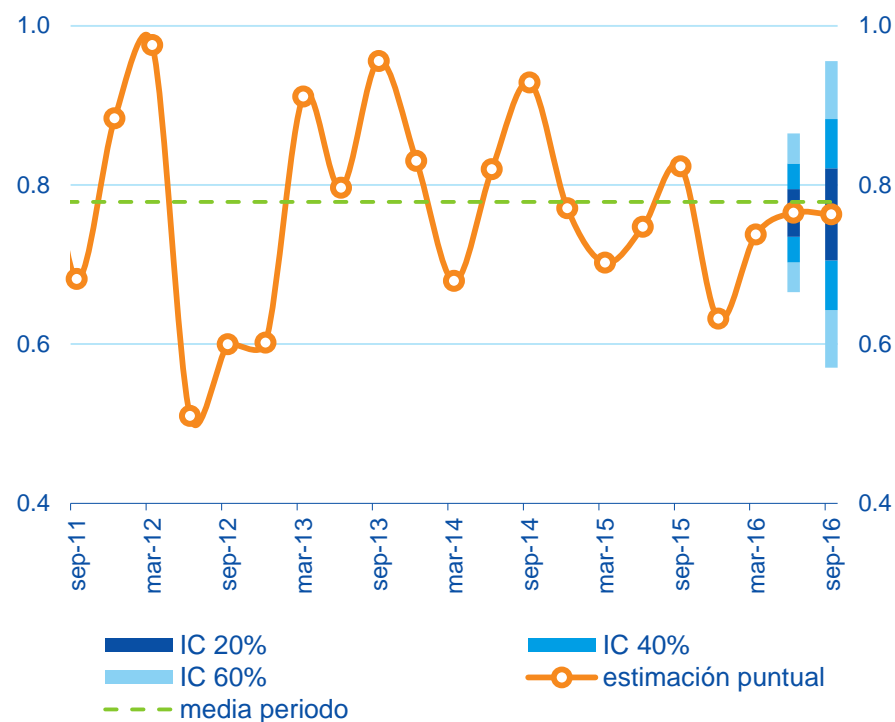
Los bancos centrales atajan el efecto del Brexit

Principales factores en el escenario global en los últimos tres meses



Los datos muestran un crecimiento mundial estable en 3,1%

Crecimiento mundial (% trimestral en tasa anualizada)
(Previsiones basadas en el modelo BBVA-GAIN)



Producción industrial se recupera levemente en abril y mayo, especialmente por el empuje de las economías asiáticas, mientras se mantiene la debilidad en las economías desarrolladas

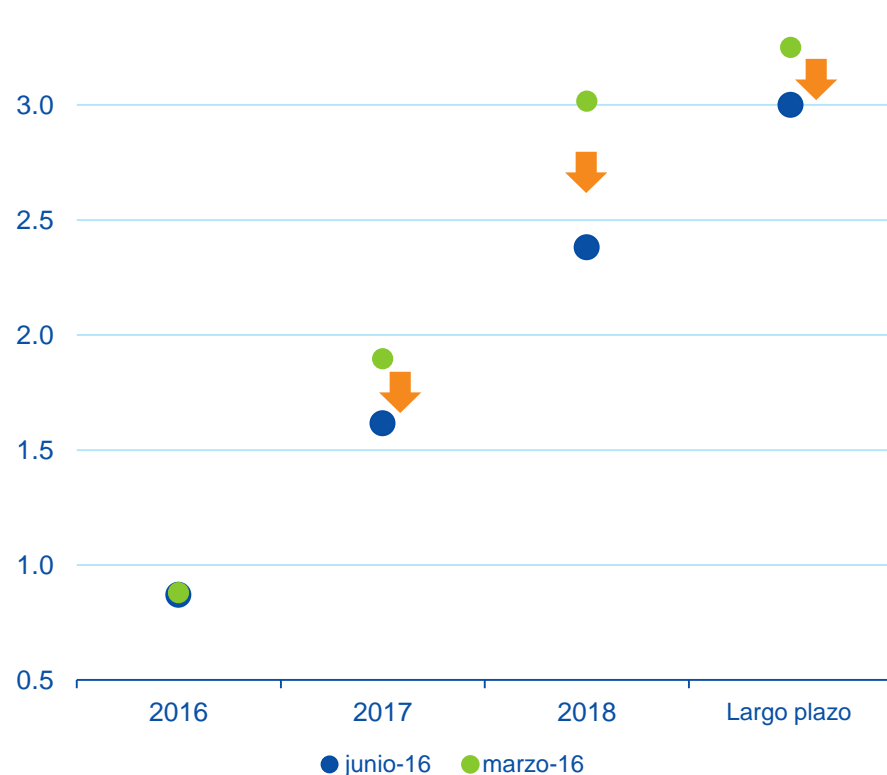
Los datos de confianza son algo más optimistas, mientras que el comercio mundial se recuperó en junio, tras meses de debilidad

Crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja, al 3,1% en 2016 y 3,2% en 2017

La Fed muestra dudas y parece apuntar a atrasar el proceso de normalización monetaria

EEUU: Tipos de interés oficiales.

(Proyecciones del FOMC)



Dudas de la Fed sobre:

1. El crecimiento de largo plazo y la productividad en EE.UU
2. Qué tan bajos son los tipos de interés reales de equilibrio
3. Los shocks globales y su impacto en EE.UU

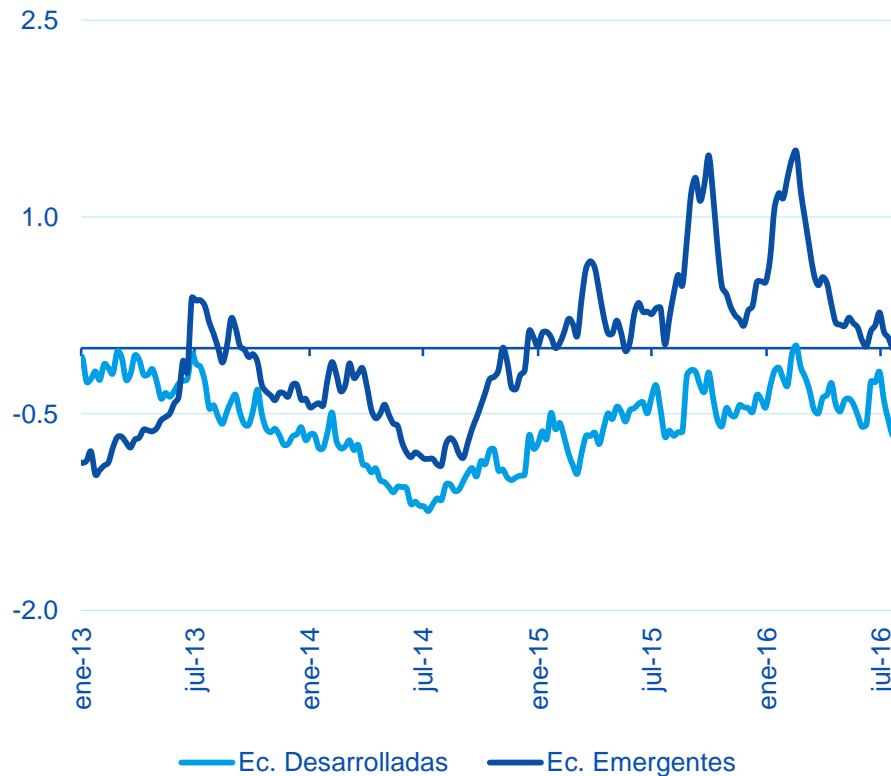
La Fed se muestra reacia a subir tipos de interés hasta tener menos incertidumbre

El proceso electoral aumenta aún más la incertidumbre, con efectos potenciales sobre el consumo y la inversión

Preveamos una subida adicional de tipos de interés a finales de 2016 y dos subidas en 2017

Las tensiones financieras repuntaron después del Brexit, pero transitoriamente

Indicador BBVA Research de tensiones financieras



Los mercados no han tomado al Brexit como un shock sistémico, y su efecto ha sido temporal:

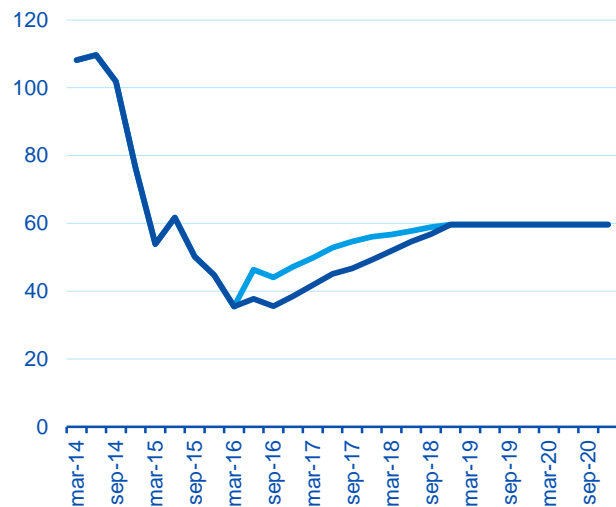
- Turbulencia financiera acotada
- Bancos centrales responden retrasando el proceso de normalización monetaria

Con todo, el Brexit contribuyó a intensificar tendencias previas:

- Presión a la baja sobre los tipos de interés de largo plazo
- Debilidad de las cotizaciones de los bancos europeos

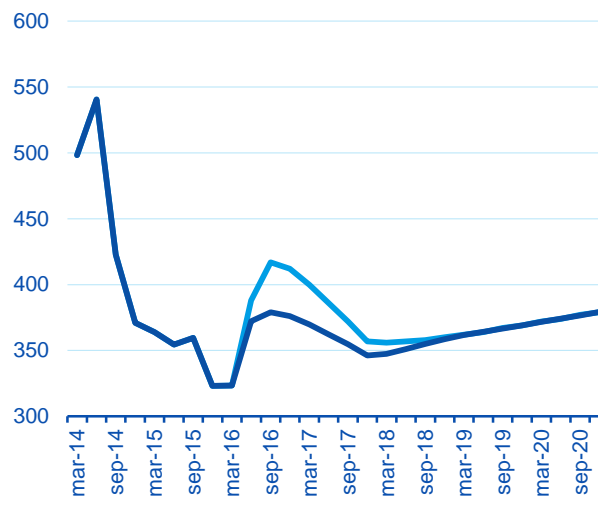
Petróleo y soja se beneficiaron de una cierta debilidad de la oferta

Petróleo Brent: (USD/b)



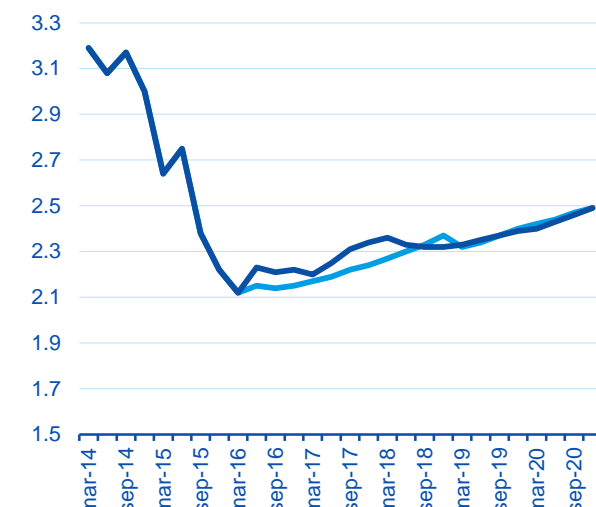
— Previsiones en agosto 2016
— Previsiones en mayo 2016

Soja: (USD/tm)



— Previsiones en agosto 2016
— Previsiones en mayo 2016

Cobre: (USD/lb)



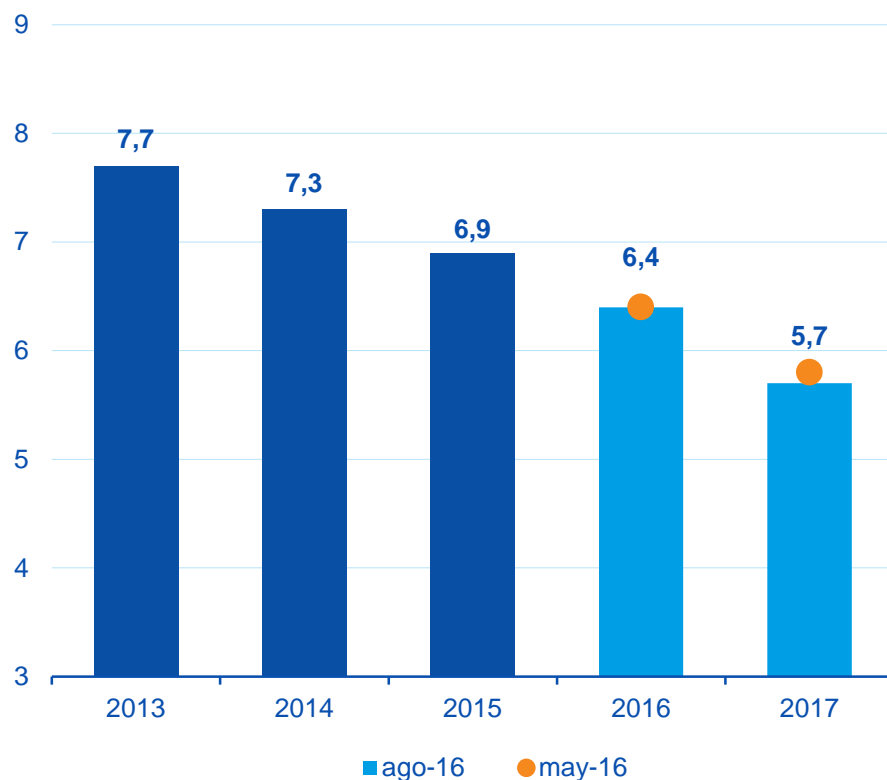
— Previsiones en agosto 2016
— Previsiones en mayo 2016

Los precios del petróleo y de la soja se recuperaron por señales de debilidad de la oferta y un clima adverso, respectivamente

El precio del cobre corrige ligeramente a la baja por una mayor incertidumbre global, aunque está cerca de su piso de costes

China: el escenario base continua incorporando un ajuste gradual

China: crecimiento del PIB (%)



Los temores a una desaceleración brusca se han disipado en parte ante los datos de crecimiento recientes, pero hay señales menos positivas de la inversión, que se mantiene débil.

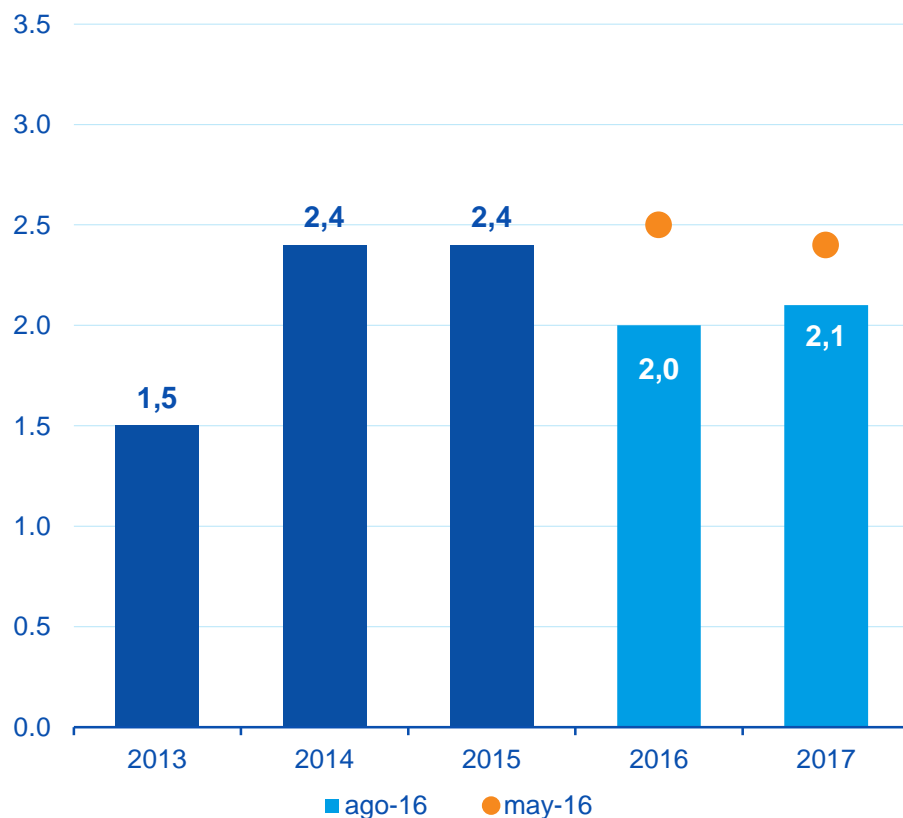
Las autoridades han reducido el ritmo de relajamiento monetario, ante el riesgo de inflación y los riesgos financieros.

Con todo, los riesgos aún son importantes:

1. Depreciación y salida de capitales
2. Recuperación del mercado inmobiliario
3. Endeudamiento corporativo
4. Sobrecapacidad en las empresas públicas

EEUU: revisión a la baja del crecimiento al 2% por los malos datos del primer semestre

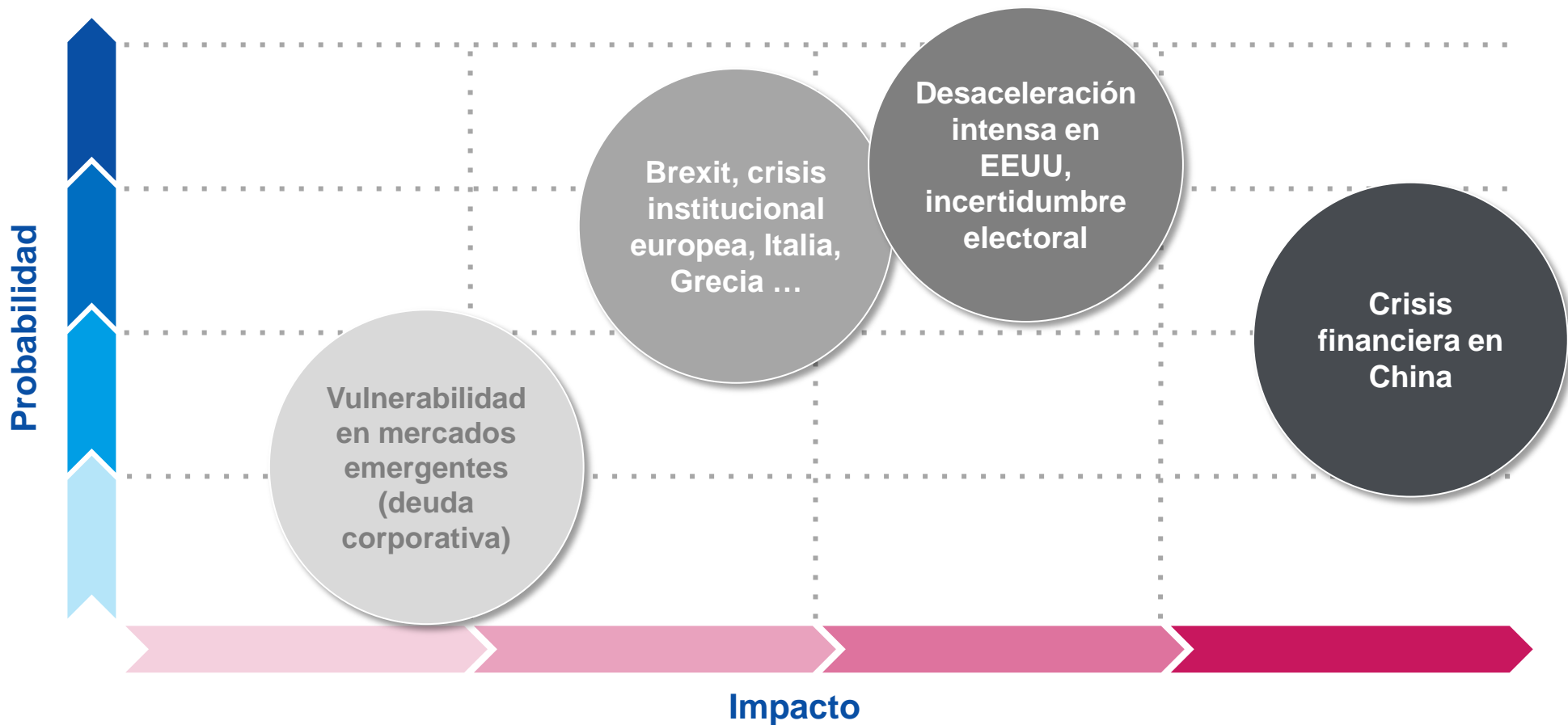
EEUU: crecimiento del PIB (%)



Malos datos de crecimiento en el primer semestre, con debilidad persistente de la inversión.

Mayor incertidumbre global (Brexit, China en el largo plazo) y sobre las perspectivas de productividad en EEUU.

Disminuye levemente el riesgo de China, pero se intensifican los de las economías desarrolladas

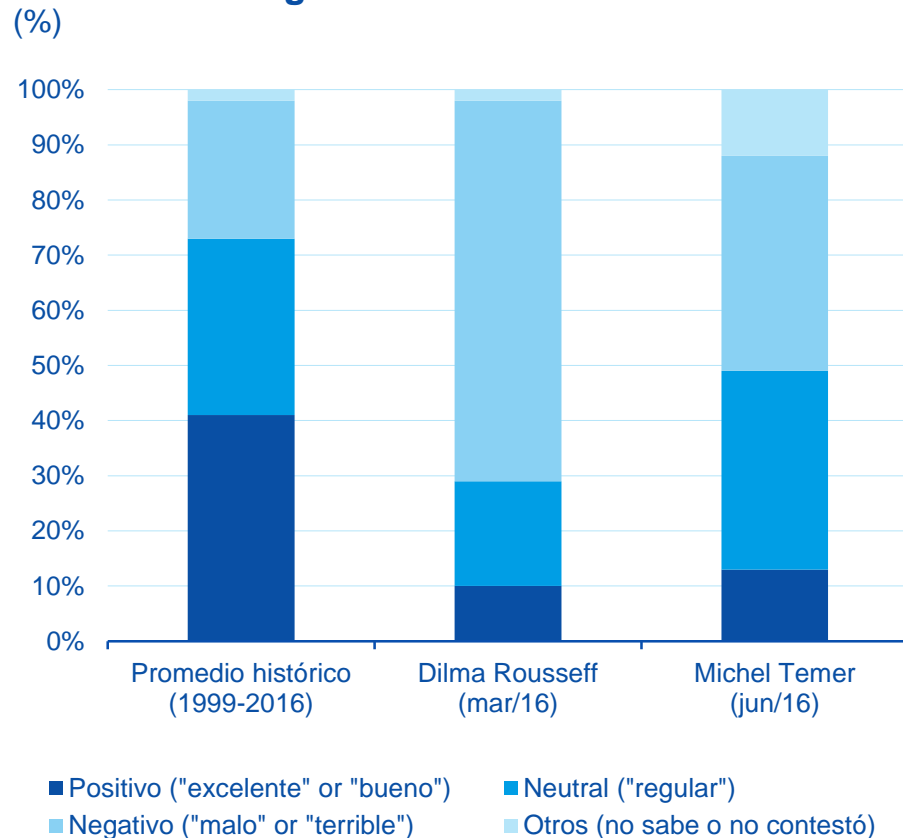


Brasil

Recuperación cíclica en curso, a pesar de que los problemas estructurales sigan sin resolverse

Gobierno de Michel Temer: políticas más ortodoxas, pero todavía sin avances relevantes en materia de reformas

Evaluación del gobierno federal



El apoyo popular es todavía muy débil: el gobierno de Temer se considera "excelente" o "bueno" por sólo el 13% de la población

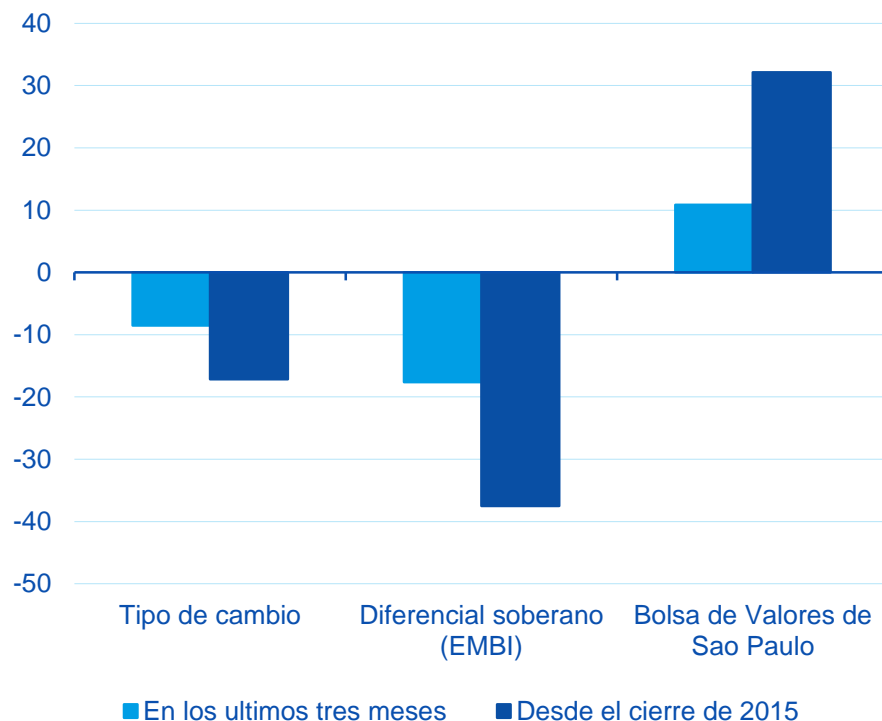
El apoyo del Congreso todavía no es sólido, lo que ayudó a evitar los avances necesarios en términos de reformas económicas (incluidos los cambios estructurales en la política fiscal)

La administración de Temer podría ganar fuerza tras la probable decisión del Senado de destituir definitivamente la presidenta Rousseff al cierre de agosto. Pero seguimos escépticos acerca de la adopción de las reformas. La investigación de los escándalos de corrupción mantendrá la turbulencia política elevada.

El cambio de gobierno y factores externos impulsaron los mercados financieros locales en los últimos meses

Activos financieros brasileños

(variación %)*



* Datos hasta el 5 de agosto de 2016. Variaciones positivas representan depreciaciones cambiarias.

Fuente: BCB y Haver Analytics

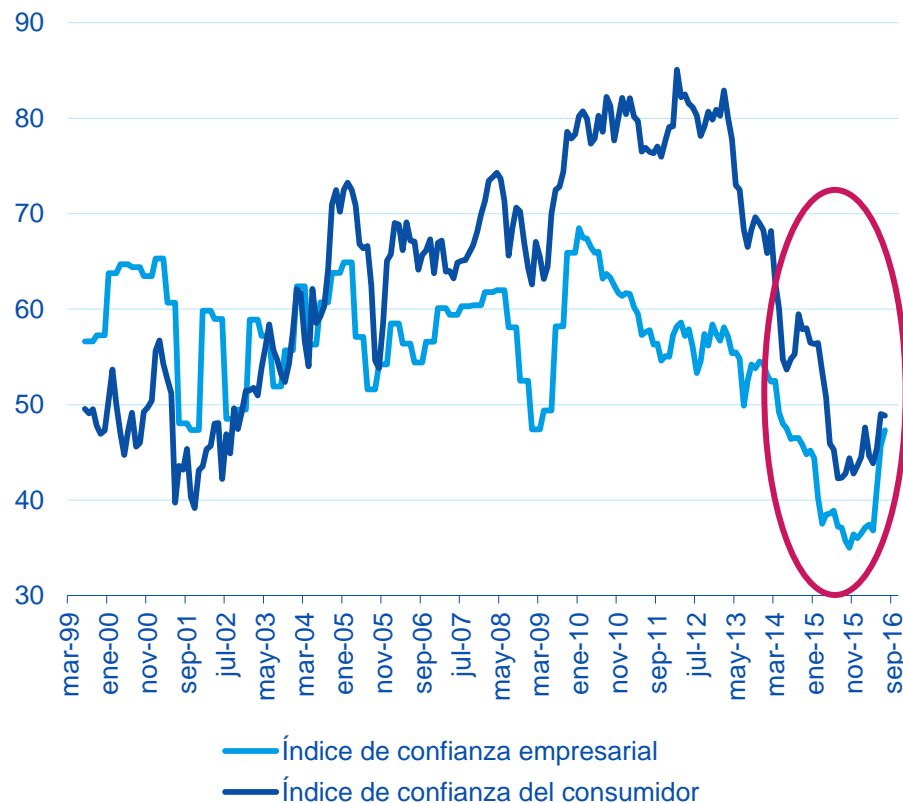
El anuncio de las políticas económicas más ortodoxas ayudó a aumentar la confianza del mercado (aunque la falta de avances estructurales representa un riesgo para los mercados financieros locales)

Más importante aún, la dinámica positiva de los mercados financieros de Brasil está relacionada con las menores preocupaciones sobre la economía china y la percepción de que el ajuste monetario en los EE.UU. será muy gradual.

El impacto negativo de la Brexit fue relativamente pequeño y de corta duración

Tal y como esperábamos, la confianza está mejorando en la medida que cae la incertidumbre política

Índices de confianza

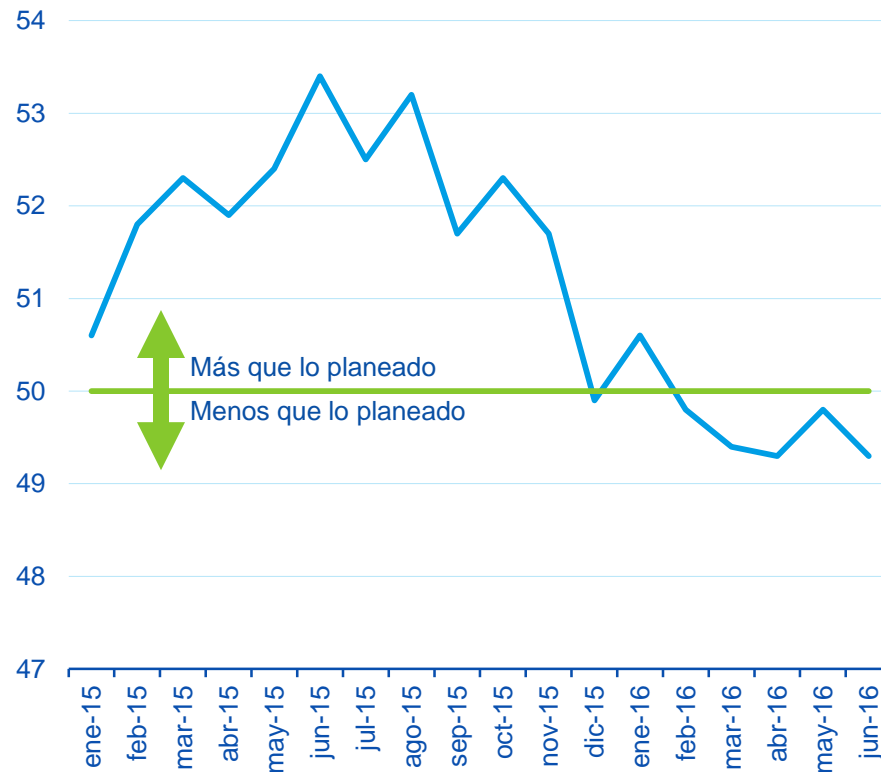


La confianza mejoró un poco una vez que las dudas sobre quién gobernará el país han sido en gran parte aclaradas

De todos modos, los niveles de confianza siguen siendo muy bajos, en línea con el entorno político, que sigue siendo turbulento, a pesar de la reciente mejora

Después de un fuerte ajuste, los inventarios industriales se encuentran en niveles bajos, incentivando la producción

Inventarios industriales: índice observado / planeado



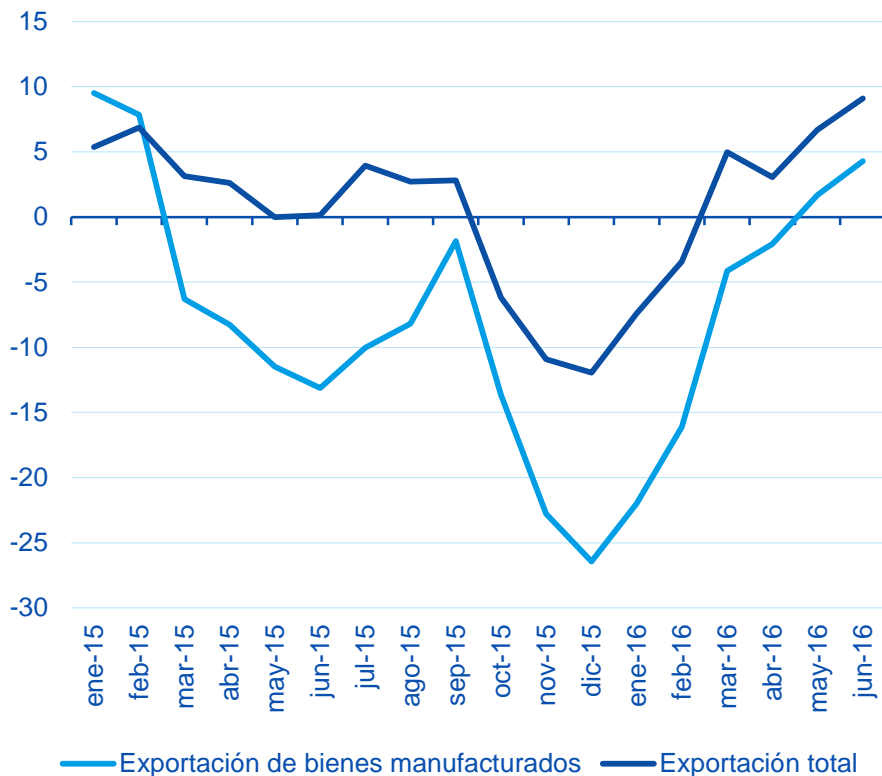
Los inventarios industriales están ahora por debajo de los niveles previstos, incentivando aumentos en la oferta

De hecho, entre otros signos de recuperación, la producción industrial creció positivamente en términos intermensuales en los últimos cuatro meses, acumulando una expansión de 3,5%

Las exportaciones se están recuperando, favorecidas por una tasa de cambio más depreciada que en el pasado

Quantum de exportaciones

(variación a/a% de la media móvil en los últimos tres meses)



El volumen exportado ha estado aumentando desde el comienzo del año

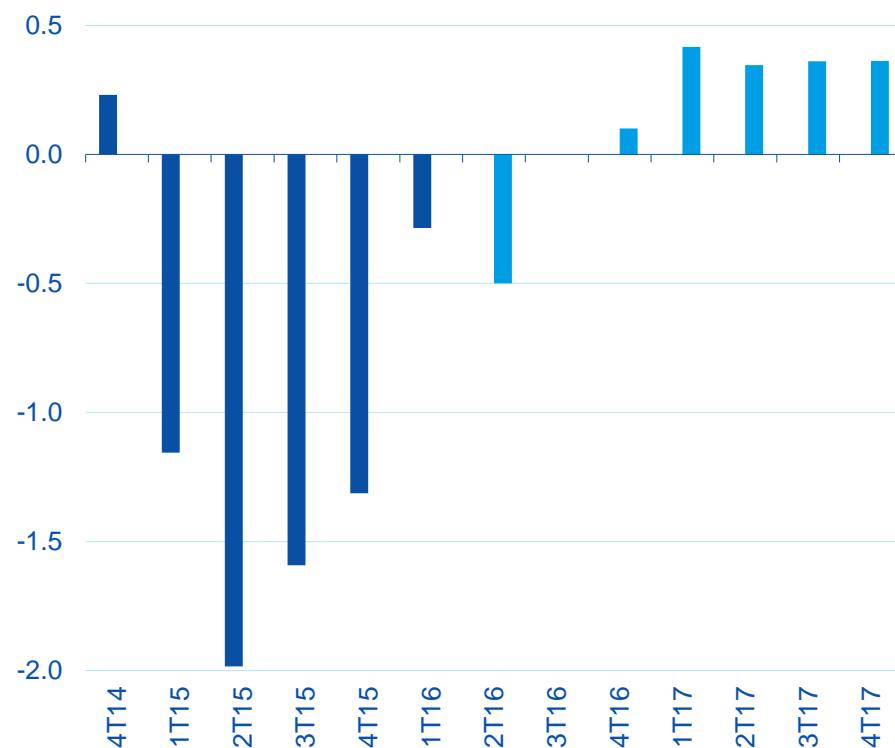
El real brasileño se encuentra en un nivel mucho más débil que en el pasado reciente (45% más débil que hace 2 años)

De todos modos, la apreciación del tipo de cambio representa un riesgo para la recuperación de las exportaciones (y para la actividad económica)

Una recuperación cíclica en curso: el PIB debe caer en el 2T16, estabilizarse en 2S16 y volver a crecer en 2017

Crecimiento del PIB

(t/t%, previsiones a partir del 2T16)

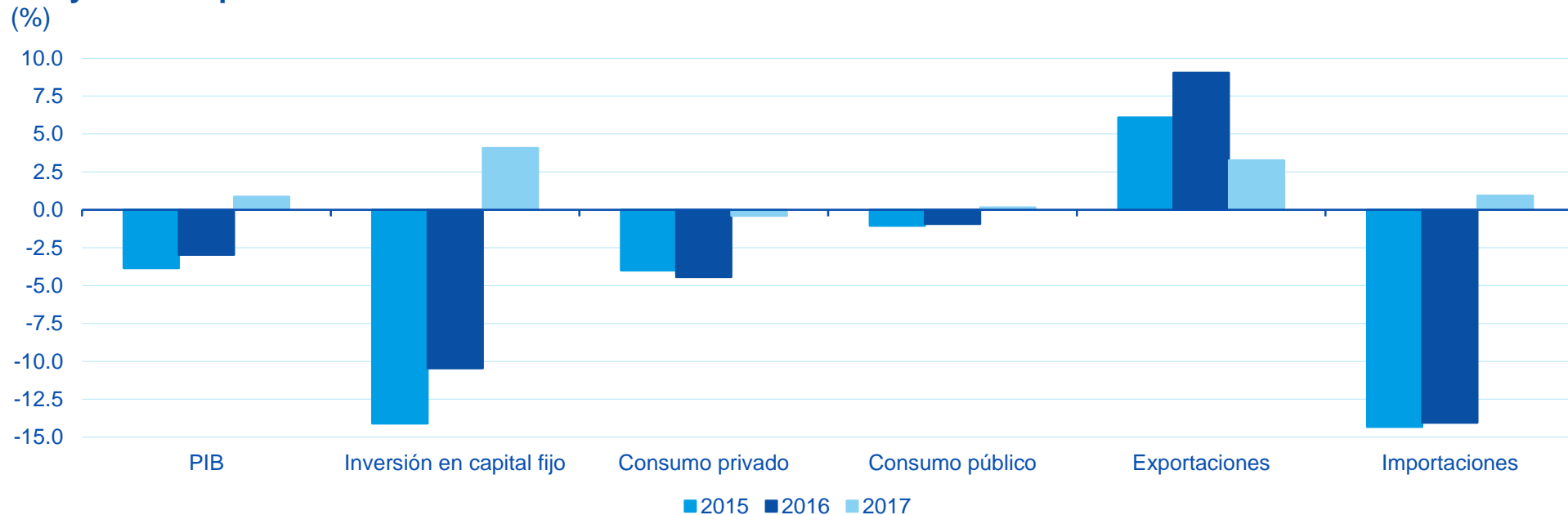


Los factores citados (mejora en los mercados financieros, una mayor confianza, bajos inventarios, exportaciones...) están creando las condiciones para una recuperación cíclica (aunque no estructural) de la actividad.

Esperamos que en el 2T16 el PIB se contraiga menos que lo que hizo en 2015 (como ocurrió en el 1T16), y que se estabilice en el segundo semestre del año, antes de comenzar a crecer positivamente en 2017.

Seguimos estimando que el PIB caiga un 3,0% en 2016 y crezca un 0,9% en 2017

PIB y sus componentes



La demanda externa contribuirá positivamente al crecimiento en 2016-17

La inversión estará de nuevo en territorio positivo en 2017

El consumo será un lastre en 2016-17, en línea con el débil mercado laboral

A pesar de la esperada recuperación, el crecimiento seguirá siendo bajo

El PIB crecerá el 0,9% en 2017 y en torno al 1%-2% en los próximos años, de la tasa de crecimiento potencial

En el corto plazo, un mayor deterioro del mercado laboral evitará una recuperación del consumo privado, que deberá continuar cayendo en el 2S16 y en el 2017

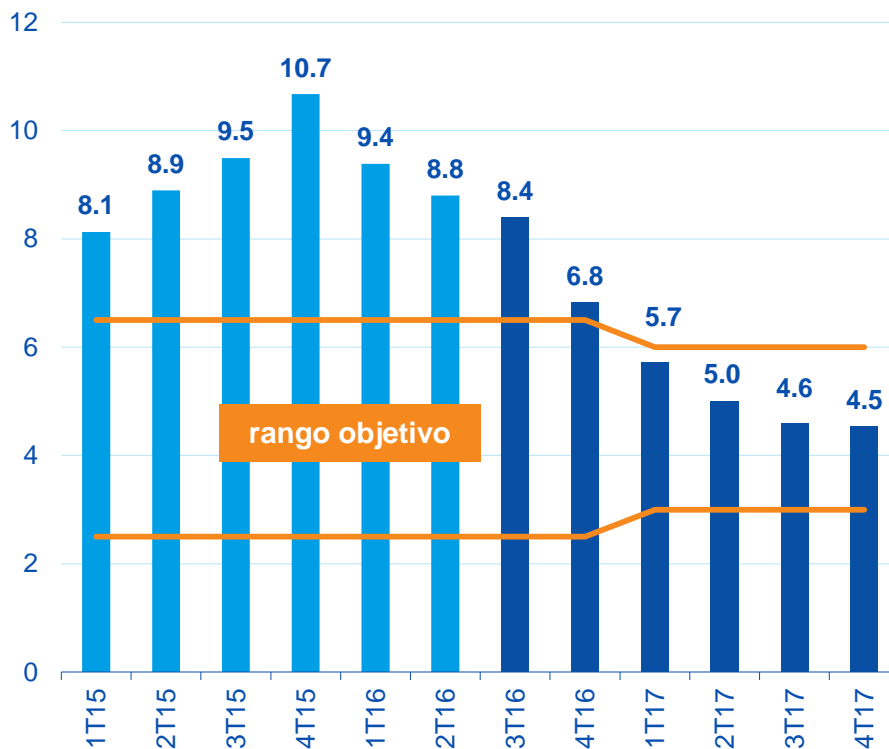
En el medio y largo plazo, la probable incapacidad del gobierno para implementar reformas económicas y para hacer frente a los problemas fiscales mantendrán el crecimiento bajo

Riesgo al alza al crecimiento: avances más rápidos en el área fiscal. Riesgos a la baja: deterioro más rápido de las cuentas públicas (crisis de solvencia del sector público), crisis de deuda corporativa, inestabilidad política, crisis financiera en China y desaceleración del crecimiento en los EE.UU.

La inflación mantiene su tendencia a la baja. Debe converger al rango meta en el 1T17 y al 4,5% en el 4T17

Inflación: observada y previsiones

(a/a%, fin de período)



Factores detrás de la desaceleración de la inflación:

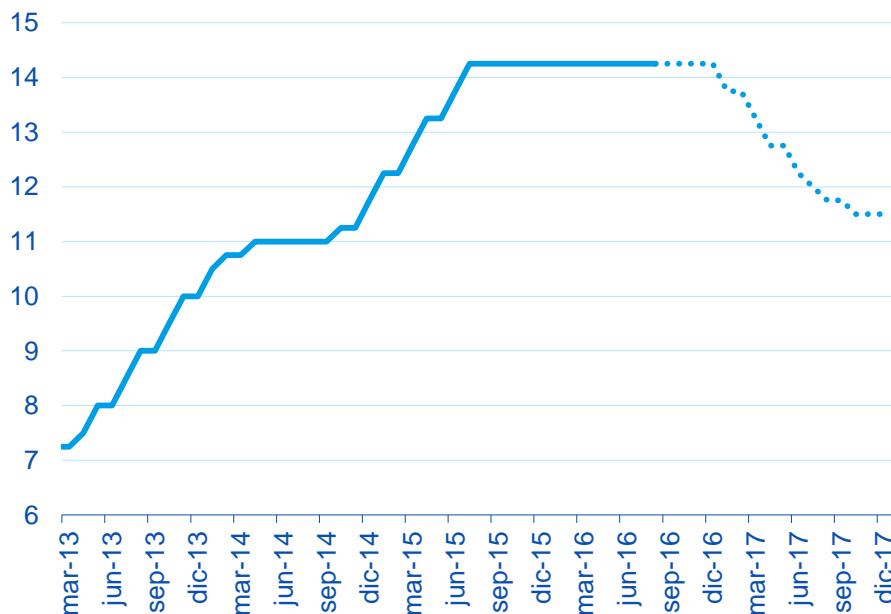
1. menor presión de regulados
2. debilitamiento de la demanda
3. apreciación cambiaria reciente

Factores impidiendo una caída más rápida de la inflación:

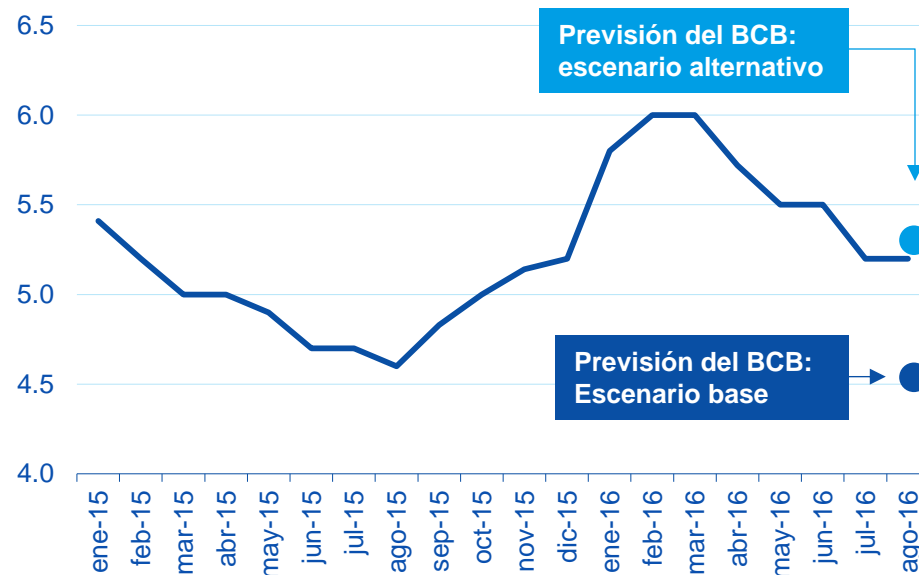
1. inercia inflacionaria
2. política fiscal
3. inflación de alimentos (13% a/a en junio) debido a factores de oferta

El “nuevo BCB” muestra un tono más duro y todavía no ve espacio para una flexibilización monetaria

Tasa de interés Selic (%)



Expectativa de inflación (consenso de mercado) y previsiones del BCB para el fin de 2017 (a/a%)



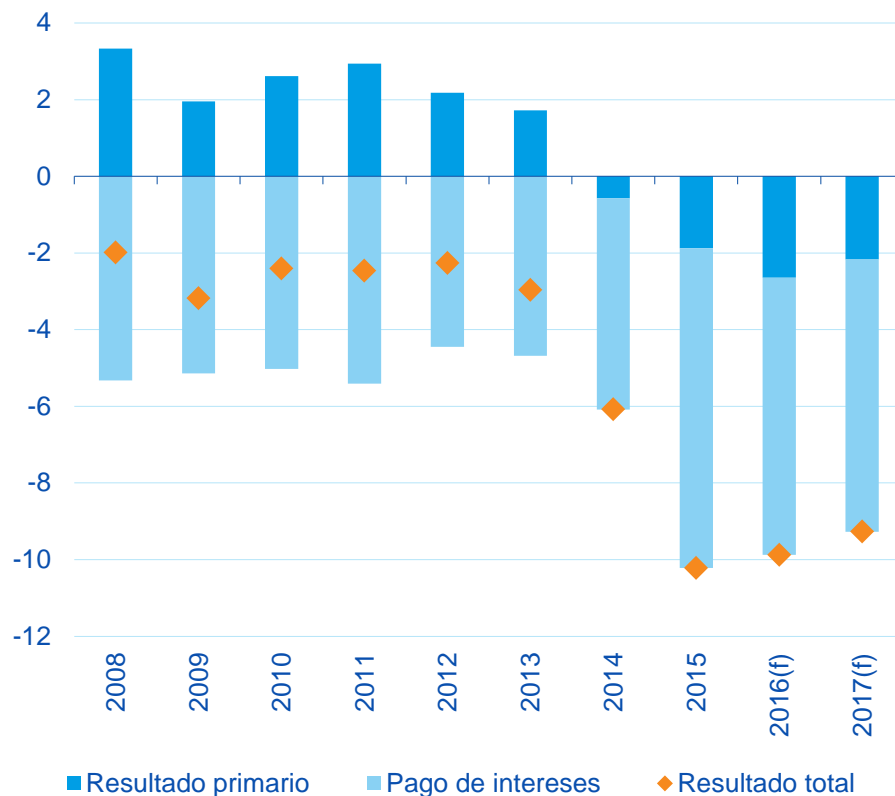
La junta directiva del BCB, remodelada por el nuevo gobierno, ha mantenido sin cambios la tasa Selic y exhibido un tono agresivo en línea con nuestras expectativas (pero no con las del mercado)

El BCB ha señalado que una flexibilización monetaria se iniciará una vez que las expectativas de inflación y sus previsiones para 2017 converjan a 4,5%. Prevedemos que esto ocurra a principios de 2017. Sorpresas fiscales positivas podrían adelantar el ciclo de relajamiento

El déficit fiscal sigue alto por la falta de medidas de control del gasto y el impacto de la recesión sobre los ingresos

Resultados fiscales

(% of GDP)

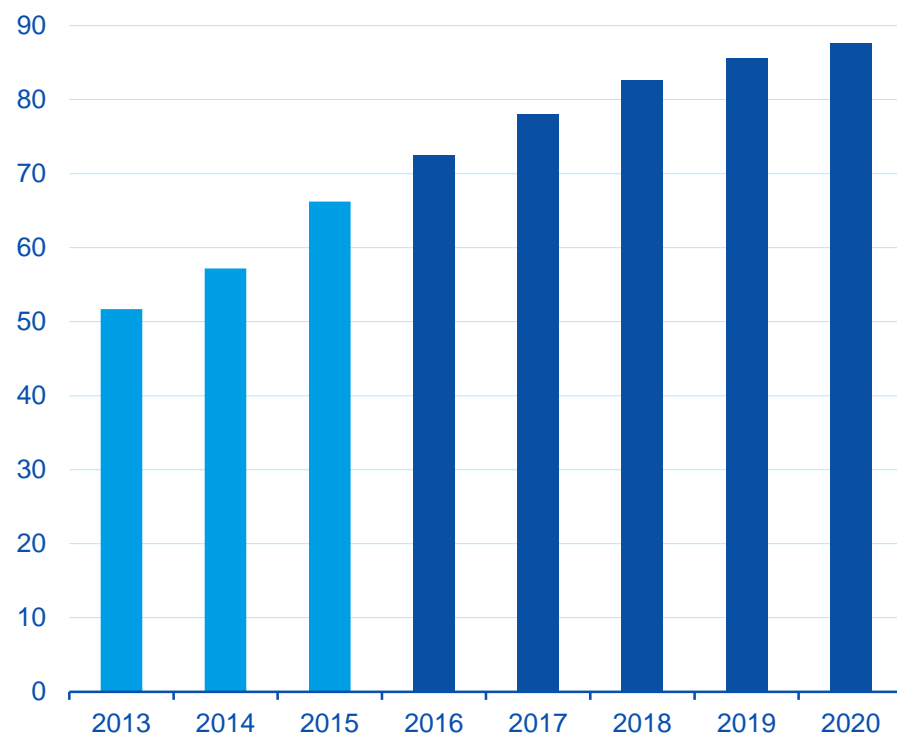


El déficit primario debe alcanzar el 2,7% del PIB en 2016 y el 2,2% del PIB en 2017 ya que el gobierno se enfrenta a problemas (mayoritariamente políticos) para reducir el gasto y a que la contracción de la demanda interna golpea los ingresos

Como consecuencia de eso, y de gastos con intereses más altos (tipos de interés más altos, mayor riesgo-país, etc.), el déficit fiscal total se situará de forma preocupante en torno al 10% del PIB

No hay perspectivas claras de estabilización de la deuda pública

Deuda bruta pública, escenario de gasto estable en términos reales y sin aumentos de impuestos
(% del PIB)



Fuente: BCB y BBVA Research

La nueva administración ha propuesto mantener el gasto público constante en términos reales durante los próximos 20 años

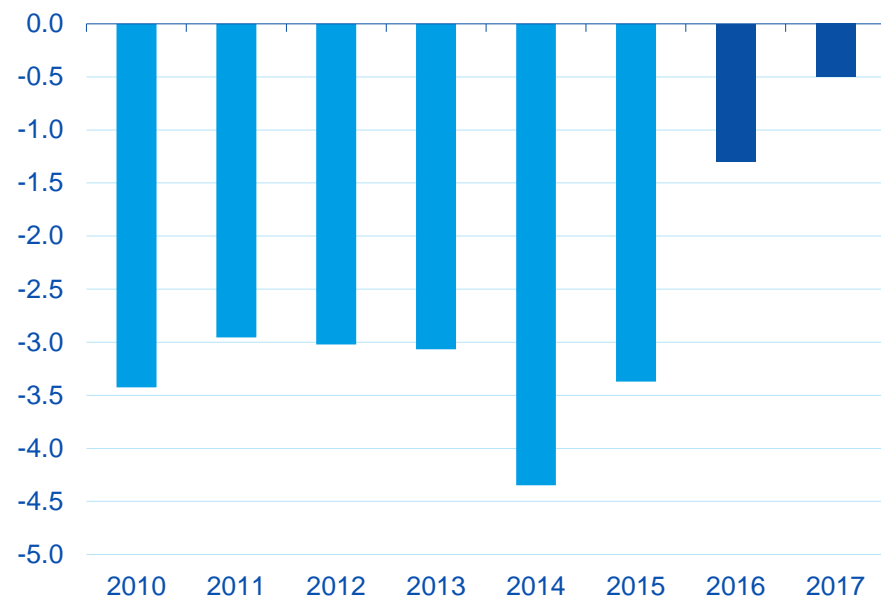
Todavía no está claro si el gobierno será capaz de lograr que el Congreso lo apruebe. Incluso si lo hace, su aplicación requerirá una difícil reforma de la seguridad social y / o una reducción en el grado de rigidez del gasto

De todos modos, una aprobación del techo de gasto no garantizaría la estabilización de la deuda en el corto y medio plazos. Esto requeriría medidas adicionales, tales como aumento de los impuestos

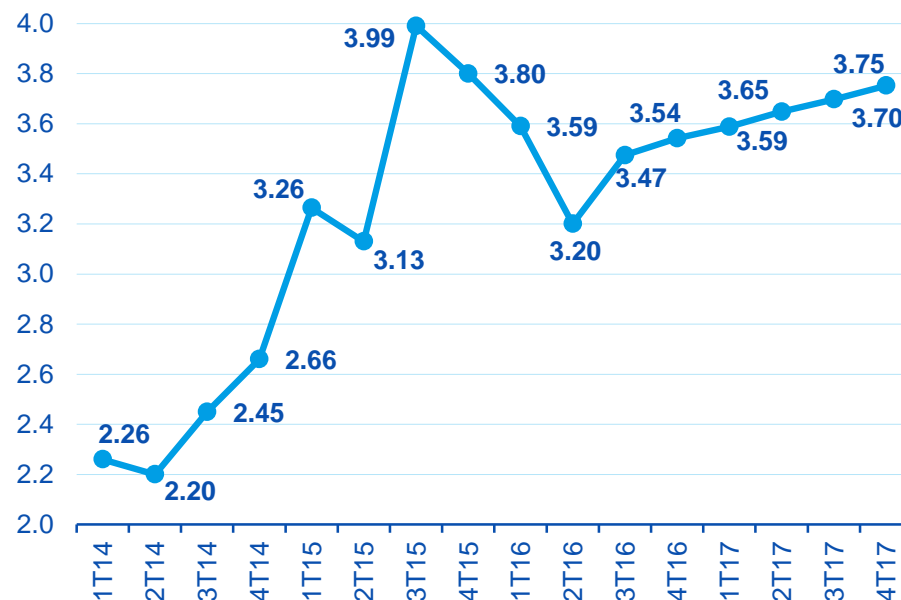
Con todo, el aumento de la deuda pública representa un riesgo para nuestro escenario base para la economía brasileña

La cuenta corriente se está ajustando debido a un tipo de cambio más débil y a la contracción de la demanda

Cuenta corriente
(% del PIB)



Tipo de cambio: real brasileño por dólar
(fin de periodo)



Una de las tendencias positivas con respecto a la economía brasileña es el rápido ajuste del déficit por cuenta corriente

A pesar de la reciente apreciación, seguimos esperando que el tipo de cambio se debilite a la medida que la Fed aumente sus tasas de interés y que persistan los problemas fiscales en Brasil

Brasil: recuperación cíclica en curso, a pesar de que los problemas estructurales sigan sin resolverse

Lo peor en términos de crecimiento de la actividad ya ha pasado, pero la recuperación será lenta ya que algunos factores estructurales (como el deterioro fiscal) seguirán pesando negativamente. Seguimos esperando que el PIB crezca un 0,9% en 2017, después de contraerse un 3,8% en 2015 y un 3,0% en 2016.

La falta de medidas pertinentes para moderar los gastos públicos implica que el déficit fiscal se mantendrá alrededor del 10% del PIB en 2016-17. La deuda pública probablemente continuará aumentando, convergiendo hacia un 78% en 2018 (y un 88% en 2020) desde un 52% en 2013. **Hay un riesgo de que la recuperación se descarrille debido a los problemas fiscales.**

En el lado más positivo, el déficit por cuenta corriente está disminuyendo drásticamente y la inflación mantiene su tendencia bajista. De todos modos, la convergencia de la inflación a los objetivos será lenta, evitando que el nuevo (y más *hawkish*) BCB recorte la tasa Selic pronto.

A hand holding a tablet computer against a blurred city skyline background. The image is dominated by blue tones, with a white diagonal line separating the top-left header area from the rest of the page. The word 'Anexo' is written in a large, bold, blue font in the bottom right corner.

Anexo

Previsiones

	2013	2014	2015	2016p	2017p
PIB (%)	3,0	0,1	-3,8	-3,0	0,9
Consumo privado (%)	3,5	1,3	-4,0	-4,4	-0,4
Consumo público (%)	1,5	1,2	-1,0	-0,9	0,2
Inversión en capital fijo (%)	5,8	-4,5	-14,1	-10,4	4,1
Exportaciones (%)	2,4	-1,1	6,1	9,0	3,3
Importaciones (%)	7,2	-1,0	-14,3	-14,1	0,9
Inflación (fdp, a/a %)	5,9	6,4	10,7	6,8	4,5
Tasa Selic (fdp, a/a %)	10,0	11,75	14,25	14,25	11,50
Tipo de cambio (fdp)	2,34	2,66	3,80	3,54	3,75
Resultado fiscal (% del PIB)	-3,0	-6,1	-10,2	-9,9	-9,3
Cuenta corriente (% del PIB)	-3,1	-4,3	-3,3	-1,3	-0,5